



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

Technická univerzita v Liberci
Ekonomická fakulta

Studijní program: **N 6208 – Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

Současná finanční krize: Analýza příčin, odhady důsledků

Current Financial Crisis: Analysis of Its Causes, Prognosis of Its Outcomes

DP – PE – KEK 2010 04
Alena Bednářová

Vedoucí práce: Ing. Kocourek Aleš, Ph.D., katedra ekonomie
Konzultant: prof. Ing. Fárek Jiří, CSc., katedra ekonomie

Počet stran: 103 Počet příloh: 0

Datum odevzdání: 7. května 2010

Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne 7. května 2010

Alena Bednářová

Anotace

Diplomová práce nazvaná „Současná finanční krize: Analýza příčin, odhady důsledků“ se zabývá aktuálním krizovým vývojem ve světové ekonomice, pátrá po jeho příčinách a snaží se odhadnout jeho dopady a perspektivy. V úvodu jsou jasně vymezeny základní pojmy, s nimiž je dále v textu pracováno. V dalších částech pak autorka ukazuje, že hospodářské recese, nejrozdílnější spekulativní bubliny, státní bankroty, dluhové pasti a měnové krize nejsou v novodobých dějinách nijak ojedinělými událostmi. V práci jsou popsány nejvýznamnější historické krizové scénáře, je poukázáno na jejich vazby s politickým, ekonomickým i sociálním pozadím a jsou naznačeny také vztahy, souvislosti a podobné rysy některých z nich. Poslední část práce se věnuje pouze aktuální finanční a hospodářské krizi. Shrnuje nejdůležitější momenty jejího vývoje, ukazuje rozličné dopady v různých ekonomikách světa a srovnává protiopatření aplikovaná některými vládami a centrálními bankami. Závěr nabízí pravděpodobný optimistický i pesimistický výhled pro nejbližší roky.

Klíčová slova

bankovní krize, dluhová krize, finanční krize, hospodářská krize, hypoteční krize, krize důvěry, měnová krize, politická krize, sociální krize, úvěrová krize

Annotation

The master thesis under the name “Current Financial Crisis: Analysis of Its Causes, Prognosis of Its Outcomes” deals with the recent crisis changes of the world economy, it searches for its causes and tries to estimate its outcomes and prospects. In the introduction of the study, there have been precisely identified and defined the basic terms used later in the text. Next the author shows the economic recession, speculative bubbles of all sorts, state bankruptcy, vicious circles of debts, as well as monetary crisis are not rare events in the modern history. The paper describes the most important historical crisis scenarios, highlights their political, economical, and social background, and indicates some mutual relationships, context, and similar characteristics of several of them. The last section of the study is focused on the current financial and economic crisis. It sums up the most important moments in the course of its unfolding, shows various impacts on different economies of the world, and compares countermeasures of some of the governments and central banks. The conclusion provides probable optimistic as well as pessimistic projection for the near future.

Key Words

bank panic, confidence crisis, credit crunch, currency crisis, debt crisis, economic crisis, financial crisis, mortgage crisis, political crisis, social crisis

Obsah

Seznam zkratk	10
Seznam obrázků	12
1. Úvod	14
1.1 Cíl diplomové práce.....	15
2. Definice základních pojmů	17
2.1 Krize důvěry (<i>confidence crisis</i>).....	17
2.2 Finanční krize (<i>financial crisis</i>).....	17
2.3 Hospodářská krize (<i>economic crisis</i>).....	21
2.4 Sociální krize (<i>social crisis</i>)	21
2.5 Politická krize (<i>political crisis</i>)	22
3. Krize v hospodářských dějinách	23
3.1 Bubliny a krize v 17. – 19. století.....	23
3.2 Velká hospodářská krize.....	27
3.3 Energetická krize	33
3.4 Latinskoamerická dluhová krize.....	40
3.5 Japonská bublina.....	43
3.6 Mexická pesetová krize	47
3.7 Asijská finanční krize	51
3.8 Ruská finanční krize	57
3.9 Internetová bublina	62
4. Současná světová finanční krize	66
4.1 Hledání příčin	66
4.2 Průběh krize	70
4.3 Důsledky a protiopatření	75

5. Závěr.....	85
Seznam použité literatury.....	90

Seznam zkratek

ANIC	Asijské nově industrializované země (<i>Asian Newly-Industrialized Countries</i>)
ARRA	zákon o americkém oživení a reinvesticích (<i>American Recovery and Reinvestment Act</i>)
AUD	australský dolar (<i>Australian Dollar</i>)
CPI	Index spotřebitelských cen (<i>Consumer's Price Index</i>)
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie (<i>European Union</i>)
<i>Fannie Mae</i>	Federální národní asociace pro hypotéky (<i>Federal National Mortgage Association</i>)
<i>Fed</i>	Federální rezervní systém (<i>Federal Reserve System</i>)
<i>Freddie Mac</i>	Federální společnost pro hypoteční úvěry na domy (<i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i>)
G8	Skupina osmi nejvyspělejších zemí světa (<i>Group of Eight</i>)
G-20	Skupina dvaceti nejvyspělejších zemí světa (<i>Group of Twenty Major Economies</i>)
GDP	Hrubý domácí produkt (<i>Gross Domestic Product</i>)
GNI	Hrubý národní důchod (<i>Gross National Income</i>)
IMF	Mezinárodní měnový fond (<i>International Monetary Fund</i>)
Kč	česká koruna
MXN	(nové) mexické peso (<i>nuevo peso mexicano</i>)
NAFTA	Severoamerická zóna volného obchodu (<i>North-American Free Trade Area</i>)
NASDAQ	Automatický systém kotací Národní asociace obchodníků s cennými papíry (<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>)

NIIP	Saldo investiční pozice vůči zahraničí (<i>Net International Investment Position</i>)
OECD	Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (<i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>)
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu (<i>Organization of the Petroleum Exporting Countries</i>)
PIGS	Portugalsko, Itálie, Řecko a Španělsko (<i>Portugal, Italy, Greece, Spain</i>)
RUR	ruský rubl (<i>Российский Рубль</i>)
TARP	Program sanace problémových aktiv (<i>Troubled Asset Relief Program</i>)
USA	Spojené státy americké (<i>United States of America</i>)
USD, \$	americký dolar (<i>United States Dollar</i>)
WB	Světová banka (<i>World Bank</i>)
WTO	Světová obchodní organizace (<i>World Trade Organization</i>)
YPJ, ¥	japonský jen (<i>Japanese Yen</i>)

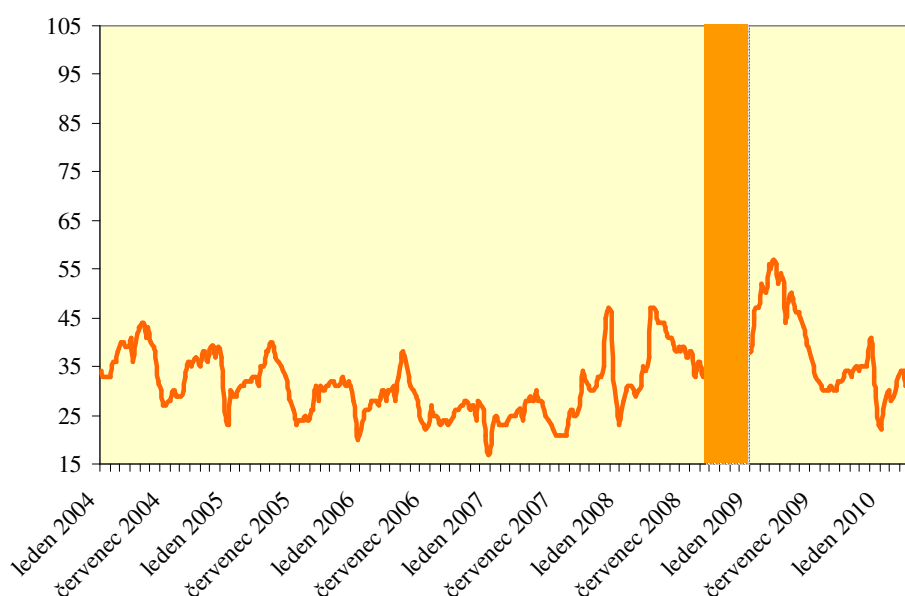
Seznam obrázků

Obrázek 1: Četnost hledání slova “ <i>crisis</i> ” na google.com	14
Obrázek 2: Ekonomické bubliny na karikatuře z roku 1875	25
Obrázek 3: Dlouhá hospodářská krize v letech 1873– 896 v USA	26
Obrázek 4: Sociální dopady velké hospodářské krize	28
Obrázek 5: Index strojírenské výroby USA během velké hospodářské krize	30
Obrázek 6: Míra nezaměstnanosti v USA během velké hospodářské krize	31
Obrázek 7: GDP na obyvatele ve vybraných ekonomikách ve 20. a 30. letech	32
Obrázek 8: GDP na obyvatele ve dvou ideologických blocích v letech 1950–2000	34
Obrázek 9: Nominální a reálné ceny ropy v letech 1940–2008	35
Obrázek 10: Vývoj reálného GDP a indexu CPI v USA	37
Obrázek 11: Rozložení těžby ropy v letech 1973–2008	38
Obrázek 12: Změna reálné úrokové míry v 80. letech	40
Obrázek 13: Celková zadluženost v Latinské Americe	41
Obrázek 14: Propad GDP na obyv. v důsledku latinskoamerické krize	42
Obrázek 15: Srovnání hospodářského růstu v Japonsku a v zemích OECD	44
Obrázek 16: Japonský burzovní index Nikkei 225	45
Obrázek 17: Vývoj běžného účtu a dluhové služby Mexika	48
Obrázek 18: Kurz mexického pesa k americkému dolaru	49
Obrázek 19: Dopady mexické krize v Latinské Americe	50
Obrázek 20: Hospodářský růst v asijských nově industrializovaných zemích	52
Obrázek 21: Nominální kurzy národních měn v období asijské krize	54
Obrázek 22: Změna GNI na obyvatele v jihovýchodní Asii	55
Obrázek 23: Základní makroekonomické veličiny Ruské federace	57
Obrázek 24: Oficiální kurz ruského rublu k americkému dolaru	59
Obrázek 25: Vývoj zahraničního obchodu Ruské federace	61
Obrázek 26: Vývoj kompozitního technologického indexu NASDAQ	63
Obrázek 27: Základní úrokové sazby Federálního rezervního systému	67

Obrázek 28: Cenové indexy rodinných domů v USA.....	68
Obrázek 29: Dow Jonesův kompozitní index v letech 1935–2010.....	71
Obrázek 30: Tempa růstu reálného GDP v letech 2007, 2008 a 2009.....	73
Obrázek 31: Roční tempa růstu reálného GDP ve vybraných ekonomikách.....	74
Obrázek 32: Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích.....	75
Obrázek 33: Záchranné balíčky vybraných evropských vlád	78
Obrázek 34: Index průmyslové výroby ve vybraných evropských zemích	79
Obrázek 35: Tempa růstu reálného produktu jednotlivých zemí PIGS a ČR	80
Obrázek 36: Salda státních rozpočtů jednotlivých zemí PIGS a ČR	81
Obrázek 37: Výše vládních dluhů jednotlivých zemí PIGS a ČR.....	82
Obrázek 38: Saldo investiční pozice jednotlivých zemí PIGS a ČR vůči zahraničí.....	83
Obrázek 39: Meziroční míra inflace měřená změnou CPI.....	86
Obrázek 40: Porovnání vývoje indexu světové průmyslové výroby.....	87
Obrázek 41: Porovnání vývoje indexu světového obchodu	87
Obrázek 42: Porovnání vývoje indexu světových trhů s finančními aktivy	88

1. Úvod

Podle služby *Google Insights* dosáhla normalizovaná¹ frekvence vyhledávání anglického ekvivalentu slova krize svého vrcholu v říjnu roku 2008 (viz Obrázek 1). V té době ve Spojených státech propuká zatím poslední světová hospodářská krize.



Obrázek 1: Četnost hledání slova “crisis” na google.com

Zdroj: [63] [vlastní]

Z dlouhodobého vývoje světové ekonomiky i národních hospodářství jednotlivých států je ovšem zřejmé cyklické střídání period růstu s obdobími propadu. Jedná se o přirozený hospodářský cyklus, jehož původ je zpravidla přikládán kolísání agregátní poptávky a agregátní nabídky. Proč tedy na podzim roku 2008 vznikla taková panika? Proč politici, média, ekonomové, odborná i laická veřejnost označují aktuální vývoj za světovou finanční krizi? Jedná se skutečně o krizi? Jaké byly její příčiny? A jaké jsou nebo budou její dopady na jednotlivé ekonomiky?

¹ Normalizovaná četnost vyhledávání je určena tak, že je ve sledovaném období vybrána nejvyšší dosažená četnost a tou jsou vyděleny všechna sledování.

1.1 Cíl diplomové práce

Paul Krugman, profesor ekonomie na univerzitě v americkém Princetonu a nositel Nobelovy ceny za ekonomii z roku 2008 o současné finanční krizi uvádí:

„Jsem skoro v pokušení říct, že je to krize, jakou jsme ještě nezažili, ale přesnější bude konstatovat, že se podobá všemu, co jsme už někdy v minulosti viděli – ale všemu naráz. Splasknutí realitní bubliny nastolilo situaci, která se v mnohém podobá tomu, co se koncem devadesátých let odehrávalo v Japonsku. Řada útoků na banky zase připomíná tentýž scénář ze třicátých let. Past likvidity ve Spojených státech upomíná opět na Japonsko. A nejnovější přerušení mezinárodních kapitálových toků a vlna měnových krizí jako by kopírovaly vývoj v Asii na konci devadesátých let.“²

Je zřejmé, že má-li tato diplomová práce odpovědět na otázku, jaké jsou příčiny současné finanční krize a jaké budou její pravděpodobné důsledky, je třeba nejprve absolvovat několik dílčích kroků:

- Prvním nezbytným úkolem je zavedení a definování základních pojmů, zběžný úvod do teorie ekonomických cyklů a typologie tzv. krizí.
- Ve druhé části budou analyzovány historické krize, bude poukázáno na jejich příčiny, pravděpodobné spouštěcí mechanismy a samozřejmě také na jejich důsledky.
- Třetí krok se pokusí o zevrubnou a objektivní analýzu současné světové finanční krize a jejích kořenů. Detailně budou zkoumány její jednotlivé fáze a okamžité dopady na hospodářství na světové, regionální i národní úrovni.
- V poslední části bude pozornost věnována zejména důsledkům světové finanční krize a evaluaci protikrizových opatření, k nimž sáhly jednotlivé vlády. Bude srovnána situace

² KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1. vydání. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN 80-7021-984-3. str. 146.

ve vybraných evropských ekonomikách a poukázáno na potenciální úskalí nejbližšího vývoje.

Autorka si je přirozeně vědoma značných úskalí, která s sebou nese zpracovávání tak aktuálního tématu, jakým současná světová finanční krize bezesporu je. Neaspiruje proto na vytvoření komplexní a ultimativní studie o krizovém vývoji ve světové ekonomice. Spíše se pokusí nalézt vhodné historické paralely tak, jak je zmiňuje například Paul Krugman, a na jejich základě zkusí realizovat fundovaný, ale stále do značné míry subjektivní odhad nejbližšího vývoje.

Snad se jí podaří předložit dostatek věcných a pádných důkazů, jimiž podpoří své výsledky a závěry.

2. Definice základních pojmů

Slovo „krize“ je původem z řečtiny [16], do češtiny však proniklo nejspíš ve středověku z latiny. [69] Jeho původní význam je rozhodná chvíle nebo okamžik rozhodnutí. Podle Seegera, Sellnowa a Ulmera [114] má krize tři základní vlastnosti: je neočekávaná, vytváří nejistotu a představuje vážné ohrožení důležitých cílů nebo základních hodnot. Venette [127] k tomu dodává ještě čtvrtou klíčovou charakteristiku: krize s sebou podle něj vždy přináší nutnost změnit současný systém, který se ukázal nefunkčním.

V ekonomickém pojetí se za krizi zpravidla považuje extrémně prudký přechod k hospodářské recesi [20]. V tomto smyslu lze tedy chápat krizi jako neobyčejně strmou fázi poklesu v rámci hospodářského cyklu.³ Její příčiny mohou být různé, zpravidla ovšem do značné míry vycházejí ze situace na finančních nebo měnových trzích. Z těchto konsekvencí také principiálně čerpá Holubova klasifikace krizí [2]:

2.1 Krize důvěry (*confidence crisis*)

Krize důvěry se zpravidla projevuje určitou skepsí zahraničních investorů i domácích ekonomických subjektů vůči národní měně, která se odráží v depreciaci jejího kurzu.

2.2 Finanční krize (*financial crisis*)

Pojem finanční krize bývá někdy chápán jako zastřešující termín pro měnovou krizi, krize bankovní a úvěrové (*credit crunch*), pro krach akciových trhů (*stock market crashes*) a rovněž pro finanční bubliny všeho druhu [3].

³ Hospodářských cyklů je přirozeně celá řada: od krátkodobých (Kitchinových) cyklů způsobených výkyvy v zásobách nebo v počasí, přes střednědobé (Juglarovy) cykly spojené s nabídkovými a poptávkovými šoky, až po dlouhodobé (např. Kuznetsovy, Kondratěvovy, Forresterovy nebo Tofflerovy) cykly vyvolané technologickým pokrokem, průmyslovými změnami, zlomovými objevy apod. [74] Krize jako projev prudké recese je z tohoto úhlu pohledu součástí střednědobých Juglarových cyklů.

V zásadě existují čtyři typy teorií finančních krizí: model **světového systému** je postaven na předpokladu dlouhodobých ekonomických cyklů (v podstatě Kondratěvových vln) a na Marxově zákoně klesající míry zisku; **postkeynesiánský** model finančních krizí vychází z Minskyho předpokladu, že s pokračující fází hospodářského růstu a expanze jsou firmy ochotny podstupovat čím dál větší riziko při financování svých aktiv [117]; teorie **kooperativních her** vychází z mikroekonomických modelů chování ekonomických subjektů v podmínkách nejistoty a neúplných informací a vysvětluje principy vzniku bankovních i měnových krizí [47]; a konečně teorie **stáda** předpokládá plně racionální investory s nedokonalými informacemi, kteří se rozhodují na základě psychologie davu a orientují se podle „vůdců stáda“, zatímco teorie **adaptivního učení a adaptivních očekávání** vychází z nedokonalé racionálního chování investorů, kteří tvoří svá očekávání na základě svých předchozích zkušeností, jež srovnávají se současnou situací.

2.2.1 Měnová krize (*currency crisis*)

Měnové krize jsou často vyšším stupněm krize důvěry, kdy je oslabování domácí měny natolik silné a rychlé, že tato měna přestává být schopna plnit funkci zprostředkovatele směny a uchovatele hodnoty.

V podstatě lze rozlišit tři generace modelů měnových krizí [21]: **první** generace vychází z Krugmanovy hypotézy spekulativního útoku na měnu s fixním kurzem, kdy se investoři zbavují spekulativních zásob uvedené měny v okamžiku, kdy je zřejmé, že fixní kurz je neudržitelný [76]; **druhá** generace byla postavena na Obstfeldově hypotéze, podle níž investor zaútočí na uvedenou měnu v okamžiku, kdy očekává, že také ostatní investoři se chystají měnu atakovat [95]; **třetí** generace modelů měnové krize se zaměřuje na vazby mezi měnovou a finanční krizí a upozorňuje na nebezpečí předlužení bankovního systému v důsledku morálního hazardu, jehož se finanční domy dopouštějí v okamžiku, kdy si jsou jisté státní pomocí v případě potíží [78].

2.2.2 Dluhová krize (*debt crisis*)

Dluhová krize sama o sobě představuje situaci, kdy dochází k nezdravému zadlužování, tzn. kdy jsou vypůjčené peníze užity způsobem, který nevytváří výnos dostatečný ke splacení dlužné částky včetně úroku. Projevy krize lze pozorovat na mikroekonomické úrovni jednotlivých věřitelů (zpravidla banky) a dlužníků (obvykle domácnosti a firmy), ale také na úrovni makroekonomické, kdy jsou dlužníky jednotlivé státy a věřiteli buď jiné ekonomiky nebo nadnárodní společnosti a organizace typu Světové banky nebo Mezinárodního měnového fondu.

Dluhová krize mikroekonomických subjektů představuje nezřídka počáteční fázi složitějších a hlubších hospodářských problémů, kdy např. nadvýroba a problémy s odbytem způsobí insolventnost investorů, jejíž výskyt v masovém měřítku vede k neochotě bank půjčovat firmám a domácnostem (tzv. úvěrová krize, *credit crunch*), k potížím v celém finančním sektoru a k rozvinutí bankovní krize (viz níže) [27].

Dluhová krize v makroekonomické rovině je zpravidla důsledkem dlouhodobé realizace nepřiměřeně expanzivní fiskální politiky financované prostřednictvím vládního dluhu. Toto schéma hospodářské politiky může sice krátkodobě nastartovat ekonomiku a stimulovat její růst, většinou však vede ke zhoubnému prohlubování deficitů veřejných financí. Dlouhodobě rostoucí zadluženost ekonomiky může vést ke snížení důvěry zahraničních věřitelů i investorů, k růstu úrokových měr a za určitých okolností může strhnout celou zemi do bludného kruhu [107]. Podle Fárka bludný kruh dluhů „spočívá v tom, že kritická zadluženost odrazuje příliv kapitálu a investic ze zahraničí, a tím znesnadňuje rozvoj produkční kapacity, která je však potřebná k vykoupení se z dluhových obtíží.“ [42] Výsledkem je ekonomika, která není schopna dostát svým závazkům, její hospodářství je zatíženo enormním břemenem dluhové služby⁴ a její vládě nezbývá než „vyhlásit úpadek“.⁵

⁴ Pod pojmem dluhová služba se rozumí splátky jistiny i úroků.

⁵ Viz např. státní bankrot Španělska v letech 1557, 1560, 1575 a 1596 vyhlášený kvůli extrémním vojenským výdajům, nebo bankrot Dánska v lednu roku 1813 vyhlášený v důsledku neudržitelného financování válečných výdajů v rámci napoleonských válek aj. Na pokraji státního bankrotu se ocitla např. také Chile v roce 1932, nebo některé další latinskoamerické země (Argentina, Brazílie, Mexiko) v 80. letech 20. století.

→ pokračování na další straně

2.2.3 Bankovní krize (bank run, bank panic, banking crisis)

Bankovní krize je situace, kdy klienti jedné konkrétní banky (v tom případě se jedná o *bank run*) nebo celého bankovního systému (pak se hovoří o *bank panic*) ztratí důvěru ve své finanční domy a okamžitě požadují vyplacení svých vkladů. Dochází k úpadku banky v důsledku tzv. ilikvidity (nedostatečného objemu likvidních aktiv).

Podle [24] je bankovní krize definována alespoň jednou z následujících charakteristik:

- Znárodňování velkého počtu bankovních domů.
- Použití pohotovostních opatření, například bankovní prázdniny, zmrazení vkladů, všeobecné záruky poskytnuté věřitelům nebo jiným bankám v pozici věřitelů.
- Náklady na záchranu bankovního systému přesáhly 2 % GDP postižené ekonomiky.
- Poměr tzv. klasifikovaných aktiv k celkovým aktivům bankovního systému převýšil v období kulminace krize 10 %.

2.2.4 Bubliny (*bubble*)

Bublinovým efektem (*bubble effect*) se rozumí zpravidla situace, kdy cena jakéhokoli finančního aktiva (např. akcie) přesáhne současnou hodnotu všech budoucích příjmů až do doby jeho splatnosti, neboli kdy se na trhu obchoduje s aktivy, jejichž cena je výrazně vyšší než tzv. vnitřní hodnota (*intrinsic value*).

Příčiny vzniku tržních bublin jsou dosud nejasné. Poslední výzkumy a ekonometrické modely ukazují, že k nafukování bublin dochází i v případě, kdy ekonomické subjekty na trhu nejednají za nejistoty [118], ani se spekulativním záměrem [86], ba ani za omezené racionality [87] investorů. Je rovněž velmi obtížné samotnou bublinu na trhu diagnostikovat

V podobné situaci se nacházelo Rusko na konci 90. let, Zimbabwe v období hyperinflace (2008), blízko státnímu bankrotu bylo také Řecko na počátku roku 2010 [125] [22].

před jejím splasknutím, protože v realitě je obvykle obtížné vnitřní hodnotu finančních aktiv správně odhadnout nebo zjistit.

Zpravidla se jedná o proces, v němž investoři nakupují akcie, jejichž hodnota roste, se spekulací na další růst, nikoli však z důvodu, že by akcii považovali za podhodnocenou [25]. Díky tomuto „bublinovému efektu“ dojde k situaci, kdy jsou akcie řady firem fantasticky nadhodnocené a roste reálné nebezpečí, že v okamžiku prasknutí bubliny (*bubble burst*) dojde k dramatickému propadu cen řady společností, k jejich krachu nebo dokonce ke kolapsu celého trhu [28].

2.3 Hospodářská krize (*economic crisis*)

Podle Holuba [2] představuje ekonomická krize nezřídka fázi následující po krizi finanční v případě, že se národním ekonomikám a jejich vládám nepodaří krizový vývoj finančního sektoru zastavit nebo mu zabránit. Krachující finanční instituce nutí dlužníky k rychlejšímu splátkám úvěrů a způsobují tak jejich insolvenční a úpadek. Ostatní bankovní domy zpřísňují podmínky, za nichž poskytují investiční i spotřební úvěry, a zpomalují tak hospodářský růst. Dochází k růstu počtů bankrotů, ke zvyšování nezaměstnanosti a k poklesu reálné výroby. Ekonomika se dostává do fáze recese, pokud období, kdy jsou vykazována záporná tempa růstu reálného GDP, přesáhne dvě čtvrtletí [47]. Je-li ekonomický pokles extrémně strmý nebo výjimečně dlouhý, hovoří se obvykle o hospodářské depresi, nebo krizi [29].

2.4 Sociální krize (*social crisis*)

Sociální krize může být důsledkem hluboké hospodářské recese, ale může mít rovněž celou řadu jiných příčin. Sociální krizi způsobují také ozbrojené konflikty (občanské války, násilné státní převraty, náboženské konflikty apod.), politická nestabilita, demografické změny aj.

K nejzávažnějším symptomům sociálních krizí patří pokles míry bohatství domácností, šíření chudoby, bídy a hladu. Nejpostiženějšími skupinami obyvatel bývají nejnižší sociální skupiny, které jako první přicházejí o zaměstnání a zároveň jsou na svých mzdových příjmech nejtěsněji závislí. V ekonomikách a v odvětvích se silnými odborovými svazy vedou

pokročilé fáze hospodářských krizí k aktivizaci sociálních nepokojů, ke stávkám a demonstracím.

2.5 Politická krize (*political crisis*)

V demokratických režimech (zvláště pak v evropských ekonomikách se silnými sociálními základy, ale rovněž v mladých tržních ekonomikách asijských tygrů) vytváří sociální neklid a stávková pohotovost tlaky na politické změny. V případě, že hospodářská a sociální krize vede až k politickým změnám ve vládních kabinetech národních ekonomik, lze hovořit o politické krizi.

Politická krize v sobě ovšem díky svému potenciálu vyvolávat systémové změny skrývá i nebezpečí extrémní polarizace politického spektra [2] a může se stát příčinou dramatických politických změn vedoucích až k potlačení základních demokratických principů v postižených zemích.

3. Krize v hospodářských dějinách

Ve světových dějinách není hospodářská krize nijak výjimečnou událostí. K prvním zdokumentovaným případům dochází již během 17. století, další se pak vyskytují napříč staletími i kontinenty [139]. Následující kapitola se pokusí stručně charakterizovat příčiny, průběh a důsledky nejzajímavějších z nich.

3.1 Bubliny a krize v 17. – 19. století

Ve svém *blogu* uvádí Zelený [139] jako zřejmě nejstarší případ ekonomické krize v důsledku prasknutí spekulativní bubliny tzv. „tulipmánii“ z Holandska, která kulminovala v únoru roku 1637. Tulipán byl v té době relativní novinkou dováženou z otomanské říše. V Holandsku ke vzniku bubliny přispěl i fakt, že od roku 1636 byly tulipány obchodovány na městských burzách. Jejich cena od poloviny 30. let 17. století šplhala až ke 2 500 holandských guldenů za jedinou cibuli.⁶ Lidé během tulipmánie nezdědka vyměnili celý svůj majetek za pár cibulí tulipánů a očekávali, že je se ziskem opět prodají. Na počátku roku 1637 však již nebylo prakticky možné nalézt kupce, který by za tulipánové cibule byl ochoten zaplatit přemrštěnou cenu. Poptávka po květině z Blízkého východu zkolabovala a tulipánová bublina splaskla. Lidé drželi v rukou kontrakty na nákup cibulí za cenu, jež byla na jaře 1637 i desetkrát vyšší, než aktuální tržní cena. Jiní zaplatili za cibule mnohanásobně víc, než za kolik byly nyní prodejně. Splasknutí tulipánové bubliny zbrzdilo hospodářský růst Holandska na několik příštích let. [126]

Jestliže klasifikace tulipmánie jako ekonomické bubliny bývá některými moderními ekonomy zpochybňována (viz např. [61]), v případě vývoje cen akcií britské *South Sea Company* na konci 20. let 18. století a akcií francouzské *Compagnie du Mississippi* ve stejné době již nemůže být nejmenších pochyb o vzniku bublinového efektu. Obě společnosti měly několik společných rysů:

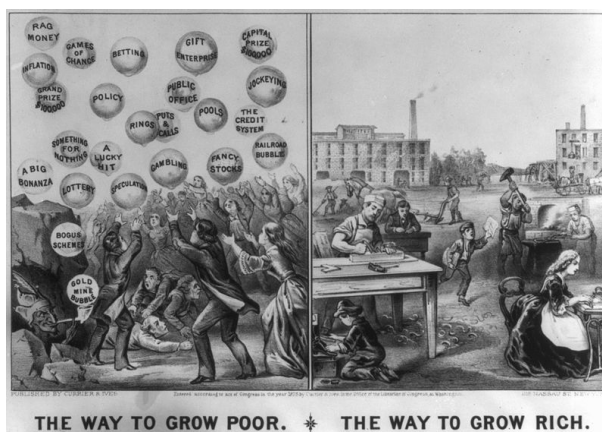
⁶ Přitom za jeden holandský gulden bylo možné koupit např. 10 kg másla. Kupní síla holandského guldenu ve 30. letech 17. století odpovídala kupní síle 10,28 eur v roce 2002. [126]

- obě měly monopol na zahraniční obchod (*South Sea Company* jen na obchod se španělskými jihoamerickými koloniemi, zatímco *Compagnie du Mississippi* si během druhé dekády 18. století zajistila monopol na obchod se všemi francouzskými koloniemi),
- obě podnikaly pod záštitou krále (britská společnost refinancovala veřejný dluh Spojeného království, francouzská stála za emisí papírových bankovek) [120],
- obě díky důmyslnému marketingu dokázaly během několika měsíců zvýšit cenu svých akcií na ceny mnohonásobně překračující jejich reálné hodnoty (francouzská společnost kromě toho emitovala přibližně dvakrát větší objem papírového oběživa než na jaký měla krytí) [91].

V obou případech vedly bezbřehé spekulace s akcemi obou společností k nafouknutí spekulativních bublin. V britském případě bylo rozpínání bubliny podporováno samotným vedením společnosti, které nezdědka nákupy akcií vlastní společnosti jejich cenu uměle navyšovalo. Účinky strmého pádu akcií na britské a francouzské burze v roce 1720 se projeví zejména krachem řady bankovních domů a zlatnických firem, které nebyly schopny získat zpět půjčené prostředky kryté hodnotou akcií uvedených společností. Kromě toho ovšem tisíce jednotlivců ztratily prakticky veškerý majetek, a to včetně členů britské i francouzské aristokracie (kromě jiných např. také proslulý skladatel George Frideric Handel). Britský parlament hned v roce 1720 přijal tzv. *Bubble Act*, jímž výrazně omezil zakládání i fungování akciových společností [120].

V roce 1792 došlo v New Yorku k rozsáhlým spekulacím na vývoj cen akcií americké *Bank of New York*, které vedly prvního amerického ministra financí Alexandera Hamiltona k ojedinělé záchranné akci ve prospěch amerického bankovního sektoru. Na pozadí těchto událostí byla ještě téhož roku založena newyorská akciová burza na *Wall Street* [125]. O čtyři roky později došlo ke splasknutí bubliny pozemkových spekulantů v Severní Americe. Dopady na americkou i britskou ekonomiku pak prohloubila insolvence *Bank of England* v důsledku rostoucích výdajů na boje s Francií během Velké francouzské revoluce. Deflační vývoj na finančních i komoditních trzích na obou stranách Atlantiku vedl na přelomu 18. a 19. století k úpadku a krachu řady významných amerických i britských podnikatelů.

Situace se změnila ve 40. letech 19. století, kdy po dekádě hospodářské stagnace britská ekonomika pomalu nabírá dech. Začíná období průmyslové revoluce a britská koruna má zájem na budování rozsáhlé železniční sítě o plánované délce cca 15 300 km. V roce 1825 zrušil britský parlament *Bubble Act*, takže když o dvě dekády později *Bank of England* po dlouhých letech snížila úrokové sazby, akcie se znovu staly lákadlem pro tisíce drobných investorů a spekulantů. Zvláště pak akcie železničních společností. Získat koncesi na stavbu konkrétní železniční trati nebylo nijak složité, investor jen musel předložit návrh ke schválení do britského parlamentu. Protože byla celá řada členů parlamentu osobně finančně zainteresována na stavbě některého z úseků britské železniční sítě, byla pravděpodobnost schválení alespoň částečně realistického projektu značná [105]. Britská vláda tak nabídla železnicím *de facto* ničím neregulovaný hospodářský prostor, na němž se mohla volně rozvinout tržní konkurence.



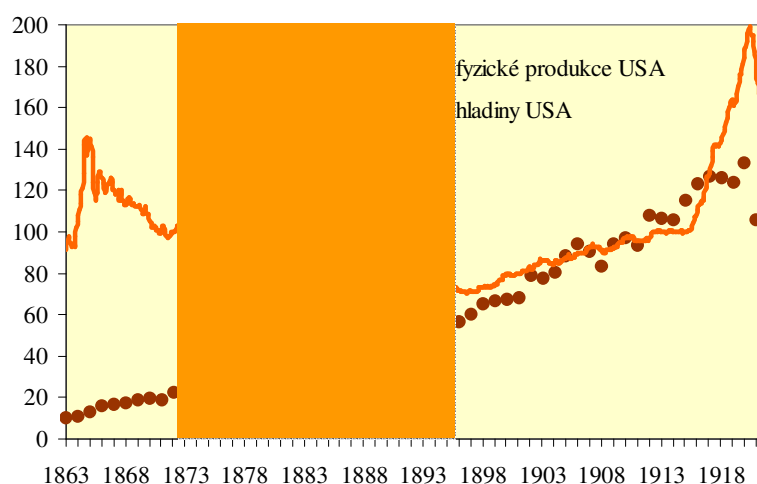
Obrázek 2: Ekonomické bubliny na karikatuře z roku 1875

Zdroj: [134]

Podobně, jako tomu bylo v případě tulipánů nebo *South Sea Company*, také akcie britských železničních společností se staly obchodním trhákem. Extrémně optimistická očekávání investorů vedla k dramatickému vzestupu poptávky a bublinovému nafukování cen. V novinách byly železnice symbolem pokroku a investice do nich byly prohlašovány za bezrizikové. Kapitálové výnosy plynoucí z rostoucích cen akcií byly lákavou reklamou zvláště pro drobné investory ze středních sociálních vrstev. A britské střední stavy zřejmě nikdy dříve a asi ani nikdy později neinvestovaly do akcií tak závratné částky jako v půli 40. let 19. století. Vždyť za akcii stačilo zaplatit jen 10% zálohu!

Již během roku 1845 ale nadšení postupně ochladlo. Železnice ve skutečnosti nebyly ani zdaleka tak lukrativní a jejich stavba ani způsobili tak snadná, jak se zpočátku zdálo. Navíc koncem roku *Bank of England* zvýšila úrokové sazby, banky začaly reinvestovat do obligací a vlna investic do železnice začala opadat. Prakticky přes noc se ceny akcií propadly. Ve snaze zachránit, co se dalo, prodávali majitelé své podíly za zlomek jejich reálné (vnitřní) hodnoty. Díky tomu mohly velké železniční společnosti (jako např. *Great Western Railway*) s minimálními náklady pohltit své potenciální drobné konkurenty a získat jejich strategicky výhodné tratě. Po železniční bublině zůstala ve Spojeném království zruinovaná střední společenská vrstva. Mezi roky 1844 – 1846 bylo ale ve Velké Británii vybudováno 10 010 km z dnešních zhruba 18 000 km železničních tratí [105].

Během 1. poloviny 19. století se těsné hospodářské a politické vazby mezi Velkou Británií a Spojenými státy začaly pomalu uvolňovat. Stalo se tak jednak díky zavedení amerického dolaru v 80. letech 18. století, ale především po založení *Second Bank of the United States* v roce 1816. Následující americké bankovní krize v letech 1819, 1837, 1847, 1857, 1866, 1873, 1884, 1890 a 1893 nezřídka následované i několikaletým hospodářským propadem měly již své příčiny výhradně v americké hospodářsko-politické situaci.



Obrázek 3: Dlouhá hospodářská krize v letech 1873– 896 v USA

Zdroj: [44] [vlastní]

Souběh důsledků prusko-francouzské války (po níž Německo ve smlouvě z Frankfurtu z roku 1871 přinutilo Francii k úhradě značných válečných reparací), krachu vídeňské akciové burzy v květnu 1873, restriktivní monetární politiky Spojených států po občanské válce,

demonetizace stříbra v Evropě i USA, společně se splasknutím americké železniční bubliny přispěly v poslední čtvrtině 19. století k tzv. Dlouhé hospodářské krizi. Nejednalo se ani tak o propad reálné výroby, jako spíš o propad cen. Během druhé poloviny 70. let 19. století klesly ceny průměrně o 25 %, zatímco výroba jen o 5 % (viz Obrázek 3). Jednalo se o nejdelší období ekonomické deflace trvající podle některých zdrojů [89] až do roku 1896. Dopady Dlouhé hospodářské krize se projeví zejména nástupem protekcionismu v mezinárodním obchodě. Německo, Francie i Spojené státy zvýšily dovozní cla a všechny tehdejší vyspělé ekonomiky hledaly odbytiště pro své výrobky zejména v právě kolonizované Africe [111].

3.2 Velká hospodářská krize

Velkou hospodářskou krizí se rozumí období hlubokého ekonomického propadu, který postihl prakticky všechny světové ekonomiky v desetiletí před druhou světovou válkou. Její nástup se liší v různých zemích světa, ale ve většině začala již v roce 1929 a trvala do konce 30. nebo počátku 40. let. Spouštěcím mechanismem byl pravděpodobně krach na americké akciové burze dne 29. října 1929, ačkoli konkrétní příčiny nejhlubší a nejdelší hospodářské recese 20. století jsou stále předmětem akademických diskuzí.

3.2.1 Příčiny velké hospodářské krize

Americký Dow Jonesův burzovní index zaznamenával ve 20. letech 20. století nepřetržitý růst po dobu více než šesti let. Vrcholu dosáhl 3. září 1929 na úrovni 381,17 bodu. Následoval měsíc trvající pokles, během něhož akci obchodované na newyorské burze ztratily přibližně 17 % hodnoty. Investoři začali vnímat tento sestupný trend jako dlouhodobý a snažili se zbavit svých akcií prakticky za každou cenu. To vedlo ke stále strmějšímu propadu burzovního indexu, který se na konci října dostal až na hodnotu 230,07 bodu a v půlce listopadu klesl pod 199 bodů. Dramatický propad akciových trhů znamenal ztrátu v řádech desítek miliard USD (jen během 29. října 1929 přišli američtí akcionáři o 14 miliard USD a tento den bývá označován jako „černé úterý“). V nejbližších dnech pak postihla burzovní panika také další americké burzy. Enormní ztráty finančních prostředků vedly k četným

bankrotům bank i podniků, k masovému nárůstu nezaměstnanosti (viz Obrázek 4) a propadu reálné výroby. Nejnižší hodnoty dosáhl Dow Jones 8. července 1932 (41,22 bodu) [130].

Rozšíření dopadů krachu newyorské *Wall Street* mimo americký kontinent má pravděpodobně na svědomí systém zlatého standardu národních měn. Po první světové válce se prakticky všechny tehdejší světové hospodářské velmoci vrátily ke krytí nabídky peněz objemem zlatých rezerv, čímž si do značné míry svázaly ruce při aplikaci monetární a fiskální politiky. V situaci, kdy se jednotlivé burzovní domy a finanční instituce začaly potýkat se šířící se panikou, pak nemohly centrální banky ani národní vlády efektivně použít svých nástrojů. Podle Bernankeho [11], současného předsedy amerického Federálního rezervního systému (*Fed*), díky vazbě národních měn na zlato nebylo na počátku velké hospodářské krize možné dostatečně zvýšit nominální nabídku peněz a podpořit stabilitu bankovního systému úvěrováním ze strany státu nebo centrální banky. V letech 1929 – 1933 tak nabídka peněz například ve Spojených státech klesla z 26,6 miliard USD na 19,9 miliard USD [79]. Bernanke poukazuje na to, že ty ekonomiky, které opustily zlatý standard dříve, se také rychleji vypořádaly s následky hospodářské krize.



Obrázek 4: Sociální dopady velké hospodářské krize⁷

Zdroj: [119]

Britský ekonom John Maynard Keynes [72] považoval za klíčovou příčinu hluboké hospodářské krize 30. let 20. století negativní očekávání investorů, kteří ani při nízkých

⁷ Obrázek zachycuje vývařovnu nabízející polévku, šálek kávy a koblihu zdarma pro nezaměstnané. Uvedený podnik v Chicagu financoval proslulý Al Capone [119].

úrokových sazbách nebyli v období deflace ochotni podstoupit riziko bankovního úvěru. Domácnosti v důsledku poklesu reálných příjmů a díky očekávané deflaci odkládaly nebo snižovaly svou spotřebu a raději držely hotovost. Firmy vnímaly propad spotřebních výdajů domácností a předpokládaly, že bude mít dlouhodobý charakter. Návratnost investice byla v takových podmínkách velmi dlouhá a nejistá. Během 30. let zkrachovalo ve Spojených státech na devět tisíc bank a celková hodnota zmražených bankovních vkladů přesáhla již v dubnu 1933 hranici 7 miliard USD [18]. Murray Rothbard z rakouské ekonomické školy v podstatě doplňuje Keynesovy i Bernankeho závěry, když uvádí, že rozvolněná politika centrálních bank a *Fedu* před krachem americké burzy a následná nedůvěra spotřebitelů v akciové trhy i bankovní systém vedly k vyšší poptávce po hotovosti ze strany domácností. Komerční banky po vypuknutí krize zpřísnily svou úvěrovou politiku, a tak i jejich neochota půjčovat dočasnou disponibilní likviditu spíše tlačila na růst poptávky po hotovosti a fakticky neumožňovala centrálním bankám nabídku peněz v ekonomice zvyšovat [109]. V podstatě tak Rothbard dává za pravdu monetaristům Friedmanovi a Schwartzové, kteří považovali nedostatečnou nabídku peněz za příčinu prodlužování hospodářské agónie Spojených států a vůbec celého vyspělého světa. Jejich argumentace namířená proti tehdejší politice *Fedu* se však s ohledem na zmíněné okolnosti jeví jako lichá [54].

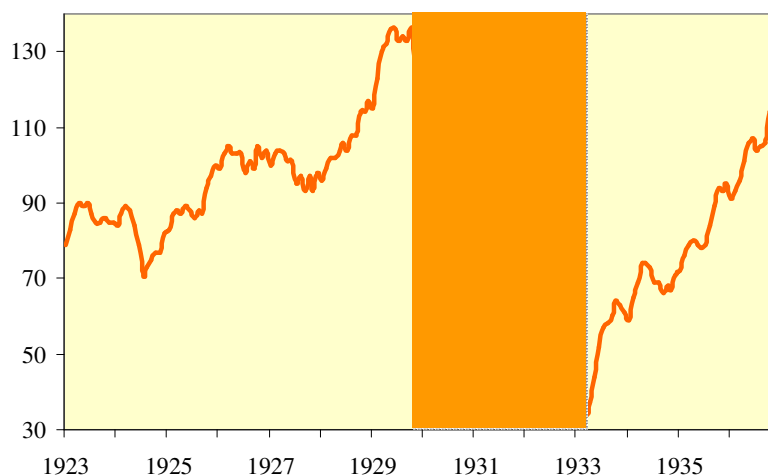
3.2.2 Průběh velké hospodářské krize

V zásadě lze shrnout velkou hospodářskou krizi do devíti za sebou následujících kroků [49]:

- Splácení dluhů a panický prodej finančních aktiv
- Kontrakce nabídky peněz v důsledku splácení bankovních půjček
- Propad cen peněžních i fyzických aktiv
- Strmý pokles čisté hodnoty podniků, rostoucí počet úpadků
- Redukce ziskových marží a snížení zisků firem
- Zmenšování objemu výroby a obchodu, pokles GDP a růst nezaměstnanosti

- Pesimistická očekávání budoucího vývoje a ztráta důvěry
- Hromadění hotovosti domácnostmi i bankami
- Pokles nominálních úrokových měr a všeobecná cenová deflace

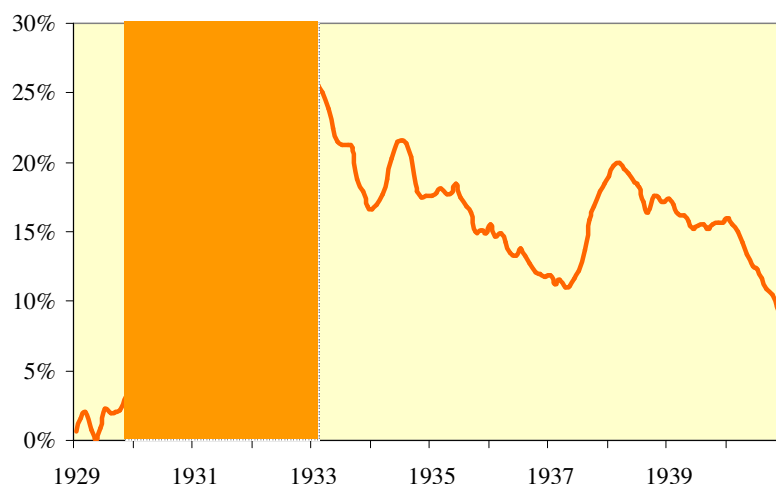
Dopady byly katastrofální. Vodička píše [128]: „Krise za pár let vymazala ekonomický vzestup, kterého Amerika dosáhla během dvou generací. Produkce obilí klesla na úroveň roku 1899. Ocelářství mělo okamžiky, kdy produkovalo jen na dvanáct procent. Ceny v zemědělství byly tak nízké, že farmáři nechali hnít úrodu na polích nebo ji používali jako topivo. ... Pytel kukuřice v Iowě byl levnější než balíček žvýkaček. ... Na vrcholu krize shořelo v Americe víc domů, než kolik jich bylo postaveno. Conrad Hilton ve svých hotelích uzavřel celá patra, aby ušetřil za topení, odstranil telefony z pokojů, aby ušetřil poplatek patnáct centů. V celém New Yorku lidé odhlašovali téměř sedmatřicet tisíc telefonů ročně.“



**Obrázek 5: Index strojírenské výroby USA během velké hospodářské krize
[hodnota indexu je 100 pro rok 1927]**

Zdroj: [44] [vlastní]

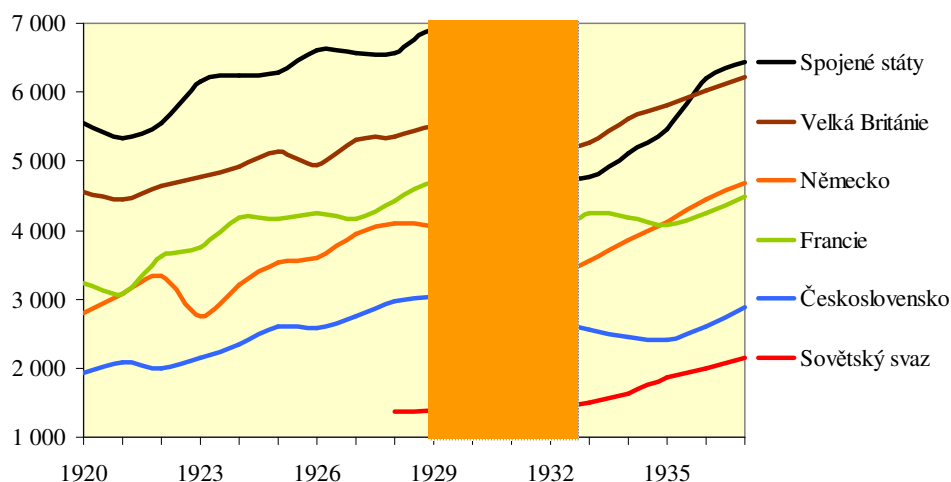
V důsledku krachu amerických burzovních domů začaly krachovat podniky, zvyšovala se nezaměstnanost a tempo růstu reálného produktu se propadlo do červených čísel (viz Obrázek 5). Během čtyř let se počet nezaměstnaných v USA zvýšil z 1,6 na 12,8 milionů osob, míra nezaměstnanosti vyšplhala k 25 % (viz Obrázek 6). Rostly sociální nepokoje, pořádaly se hladové pochody, stoupala nedůvěra v politický a ekonomický systém.



Obrázek 6: Míra nezaměstnanosti v USA během velké hospodářské krize

Zdroj: [44] [vlastní]

Krize se postupně šířila do dalších zemí, nejrychleji do těch, které byly na USA hospodářsky závislé. V Evropě nejprve postihla Německo a Rakousko, dále Británii a Francii. Nezaměstnanost v Německu dosáhla nejvyšších hodnot v roce 1932, kdy bylo bez práce sedm milionů lidí (tzn. míra nezaměstnanosti 30 %), v Británii kulminovala ve stejném roce na úrovni 22 %, v Rakousku o rok později na 29 %. Klesaly ceny veškeré produkce, včetně zemědělství, v zahraničním obchodě se zvyšovala dovozní cla (v USA během první poloviny 30. let z průměrných 25,9 % až na 50 %) a v rámci boje o zahraniční trhy se uzavíraly kartelové dohody. V tehdejším Československu byly dopady poněkud mírnější (nejvyšší nezaměstnanost v roce 1934 činila 17 %), i když průmyslová výroba v roce 1933 klesla v porovnání s koncem 20. let o 40 % [15]. Propady ve velikosti hrubého domácího produktu *per capita* ilustruje Obrázek 7. Je z něj dobře patrný mírnější, ale o to delší průběh hospodářské krize v prvorepublikovém Československu.



Obrázek 7: GDP na obyvatele ve vybraných ekonomikách ve 20. a 30. letech
[ve stálých cenách roku 1990, v USD]

Zdroj:[68] [vlastní]

Jedinou evropskou ekonomikou, které se dopady velké hospodářské krize vyhnuly, byl Sovětský svaz, kde právě probíhala likvidace kapitalistického systému, kolektivizace zemědělství a jehož hospodářství podléhalo centrálnímu plánování (viz Obrázek 7). Právě tato skutečnost sehrála významnou úlohu v ideologických změnách v Německu i jinde v Evropě a podpořila nástup fašismu [15].

Zlomovým okamžikem v průběhu velké hospodářské krize se stal rozhlasový projev amerického prezidenta Roosevelta z neděle 12. března 1933 (první z tzv. „hovorů od krbu“ – *“fireside chat”*), v němž oznámil, že bankovní systém prošel důkladnou prohlídkou a že ty banky, jež byly shledány v pořádku, příští den otevřou své pobočky pro drobné střadatele, aby do nich mohli opět uložit své úspory. Roosevelt [108] řekl doslova: „Mohu vás ujistit, že je bezpečnější uložit vaše peníze ve znovuotevřené bance než pod matrací.“ Američané sice stále nevěřili bankám, ale věřili Rooseveltovi a jeho rétorika zvrátila pesimistická očekávání celé ekonomiky [128].

3.2.3 Důsledky velké hospodářské krize

Prakticky všechny tržní ekonomiky v průběhu hospodářské krize dříve (USA, Velká Británie, Skandinávie), nebo později (Francie, Polsko, Belgie, Švýcarsko) devalvovaly své měny a

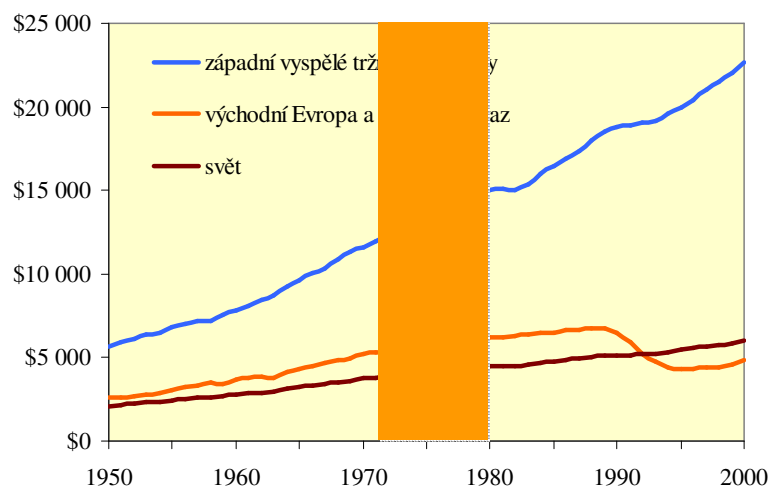
opustily mechanismus zlatého standardu. Přitom platí, že čím rychleji se země vazby své měny na zlato zbavila, tím snazší, časnější a intenzivnější byla fáze oživení [12].

Většina současných ekonomů se shoduje na tom, že ozdravení bankovních systémů a monetární politika jako celek hrály v oživení světové ekonomiky významnou roli. Mnozí (např. Friedman a Schwartzová [54], Bernanke [11], Cole a Ohanian [19] aj.) upozorňují, že Rooseveltův záchranný plán *New Deal* koncipovaný v duchu keynesiánského ekonomického myšlení, k hospodářskému vzestupu nepomohl, spíše naopak, a to i přes skutečnost, že mezi lety 1933 a 1939 se federální výdaje USA ztrojnásobily. Liberální přístupy k hospodářské politice byly zavrženy a po celém světě se začala prosazovat keynesiánská ekonomie zdůrazňující roli státu v boji proti nezaměstnanosti a ve stimulaci hospodářského růstu [64].

Negativní důsledky velké hospodářské krize se přestaly projevovat nebo byly maskovány začátkem druhé světové války, rozvojem zbrojního průmyslu a přezbrojováním národních armád. Bez ohledu na masivní zadlužování státu rostla průmyslová výroba svižným tempem (viz Obrázek 5), nezaměstnanost se propadla pod 10 % a státy a jejich vlády začaly řešit naléhavější otázky vlastní bezpečnosti. Ve srovnání se zvěrstvy a utrpením druhé světové války se velká hospodářská krize jevila jako marginální záležitost [128].

3.3 Energetická krize

Až do 70. let 20. století byl vývoj světové ekonomiky relativně hladký (viz Obrázek 8). V mezinárodních financích se osvědčil bretton-woodský systém, svět byl rozdělen na dva ideologické bloky, pro které dvě dekády po druhé světové válce znamenaly úspěšné období hospodářského růstu (a to i při přepočtu GDP na obyvatele). Na konci 60. let se nicméně začaly ve světové ekonomice kumulovat problémy nejrozličnější hospodářské, politické i ideologické povahy, jejichž vyvrcholením byl rozpad bretton-woodského uspořádání světových měn, ustoupení Spojených států od směnitelnosti dolaru za zlato a dva následné ropné šoky v letech 1973 a 1979.



Obrázek 8: GDP na obyvatele ve dvou ideologických blocích v letech 1950–2000 [USD, stálé ceny roku 1990]⁸

Zdroj: [68] [67] [vlastní]

Důsledkem byla deprecie měn bretton-woodského systému, dramatický růst cen ropy, zvyšování cenové hladiny při ochabujícím hospodářském růstu. Stagnující tempa růstu GDP a zvyšující se inflace daly právě v 70. letech vzniknout termínu *staglfice*. [34]

3.3.1 Pozadí energetické krize 70. let

Organizace zemí vyvážejících ropu (*Organization of the Petroleum Exporting Countries*; OPEC) byla založena již počátkem 60. let 20. století v iráckém Bagdádu.⁹ Primárním cílem členů OPEC bylo odolávat tlakům a snížit vyjednávací převahu sedmičky¹⁰ největších světových zpracovatelů ropy (nazývaných „sedm sester“). Snahou „sedmi sester“ bylo naproti

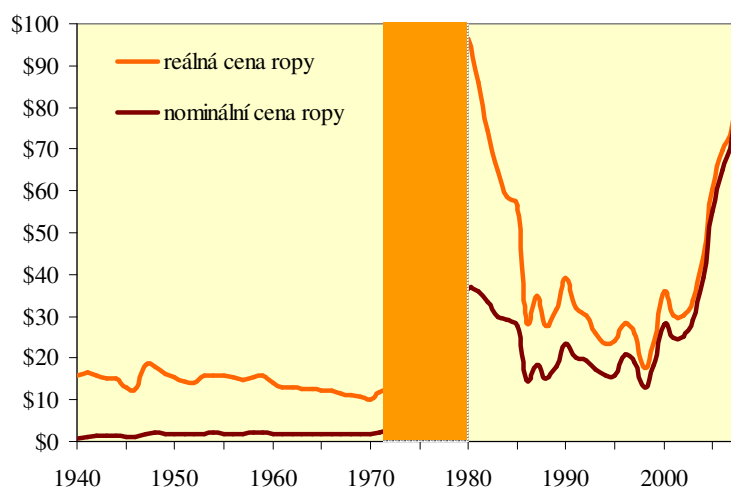
⁸ Do skupiny západních vyspělých tržních ekonomik byly započítány: Austrálie, Belgie, Dánsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Japonsko, Kanada, Německo, Nizozemí, Norsko, Nový Zéland, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Spojené státy, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko a Velká Británie.

Do skupiny zemí východní Evropy a Sovětského svazu byly započítány: Albánie, Bulharsko, Československo (po rozpadu Česko a Slovensko), Jugoslávie (po rozpadu Bosna, Černá Hora, Chorvatsko, Makedonie, Slovinsko, Srbsko), Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Sovětský svaz (po rozpadu Arménie, Ázerbájdžán, Bělorusko, Estonsko, Gruzie, Kazachstán, Kyrgyzstán, Litva, Lotyšsko, Moldávie, Rusko, Tádžikistán, Turkmenistán, Ukrajina a Uzbekistán). [68]

⁹ Zakládajícími členy byly Irák, Írán, Kuvajt, Saúdská Arábie a Venezuela, později se přidal také Katar (1961), Indonésie (1962–2009), Libye (1962), Spojené arabské emiráty (1967), Alžírsko (1969), Nigérie (1971), Ekvádor (1973), Gabon (1975–1994) a nakonec také Angola (2007). [99]

¹⁰ Jednalo se o *Standard Oil of New Jersey* (USA), *Royal Dutch Shell* (Nizozemí / Velká Británie), *Anglo-Persian Oil Company* (Velká Británie), *Standard Oil Company of New York* (USA), *Standard Oil of California* (USA), *Gulf Oil* (USA) a *Texaco* (USA).

tomu udržovat ceny ropy pokud možno co nejnižší (od počátku 40. do počátku 70. let rostla cena ropy průměrně o méně než 2 % ročně – viz Obrázek 9).



Obrázek 9: Nominální a reálné ceny ropy v letech 1940–2008
[za barel, v USD, stálé ceny roku 2008]

Zdroj: [98] [135] [vlastní]

Spojené státy na počátku 70. let kvůli enormním nákladům na vietnamskou válku, trvající již více než deset let, a s ohledem na deficit bilance zahraničního obchodu i celé platební bilance emitovaly do oběhu stále větší množství peněz, jimiž hradily své zahraniční závazky. Krytí amerického dolaru zlatem kleslo z 55 % na 22 % [94]. Někdejší partneři¹¹ amerického dolaru v breton-woodském systému znejistili. Německo z obav před znehodnocením marky systém již v květnu 1971 opustilo a zvolilo volný floating. Švýcarsko a Francie začaly proměňovat své dolarové rezervy a vyvezly z USA bezmála 250 milionů dolarů ve zlatě. Následně i švýcarský frank přešel k volnému floatingu. V srpnu 1971 prezident Richard Nixon oznámil konec vazby amerického dolaru na zlato [138]. Důsledkem tohoto kroku byl propad americké i londýnské burzy, znehodnocení amerického dolaru i ostatních světových měn a jejich značná volatilita v následujícím období [23].

Mechanismy OPEC nebyly na tak zásadní změnu v mezinárodním managementu financí přirozeně připraveny. Cena ropy se tradičně vyhlášovala v amerických dolarech, takže i

¹¹ Do breton-woodského systému patřily: americký dolar, belgický frank, britská libra, dánská koruna, finská marka, francouzský frank, holandský gulden, italská lira, japonský jen, německá marka, řecká drachna, španělská peseta, švýcarský frank. [88]

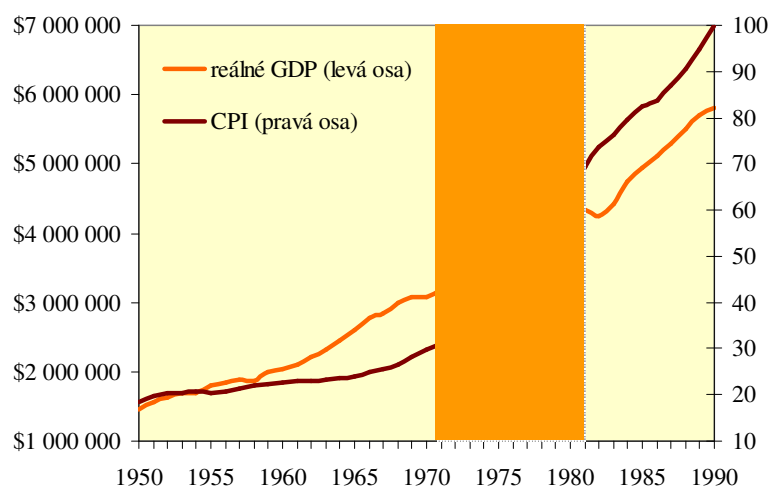
po znehodnocení USD zůstávaly nominální ceny „černého zlata“ velmi nízké, zatímco ceny většiny ostatních mezinárodně obchodovaných komodit se zvyšovaly. Korekce dolarových cen ropy trvala zemím OPEC několik let. Během té doby se jejich příjmy z vývozu ropy začaly významně zmenšovat, zatímco výdaje na dovoz z rozvinutých tržních ekonomik razantně rostly [97].

Když se pak během jomkipurské války na Blízkém východě přidaly Spojené státy na izraelskou stranu (protože Sovětský svaz vojensky podporoval Egypt a Sýrii), postavily se země OPEC do opozice, zvýšily cenu ropy o 17 % a oznámily omezení těžby. Po té, co prezident Nixon nabídl Izraeli prostřednictvím amerického Kongresu pomoc přesahující 2 mld. USD, zahájili členové OPEC totální embargo na vývoz ropy do Spojených států.

3.3.2 První ropný šok

Během roku 1974 se ceny ropy zčtvornásobily. Průměrná cena benzínu v USA se za stejné období zvýšila o polovinu. Americké burzy zaznamenávají další propady. V únoru 1974 nemělo 20 % amerických benzinových pump žádné palivo [55]. Reálný růst americké ekonomiky se propadl ze 7,2 % v roce 1972 na -2,1 % o dva roky později, zatímco inflace ve stejném období vyšplhala ze 3,4 % na 12,3 % (viz též Obrázek 10).

V Evropě byly dopady embarga nerovnoměrné (jistě i proto, že např. Francie a Velká Británie odmítly během jomkipurské války umožnit americkému letectvu mezipřistání a díky tomu se jich embargo nedotklo, zatímco nizozemská vláda letectvo USA podpořila a Holandsko se stalo rovněž cílem úplného embarga na vývoz ropy). Na vývoji západoevropských ekonomik se projevil spíš nárůst cen ropy než embargo jako takové. Nejtěžší dopady byly zaznamenány ve Velké Británii, kde energetické krize využily železničářské a hornické odbory a dovedly zemi až k politickým změnám [97].



**Obrázek 10: Vývoj reálného GDP a indexu CPI v USA
[USD, stálé ceny roku 1990]**

Zdroj: [68] [67] [vlastní]

Sovětský svaz jako čistý vývozce ropy přirozeně z rostoucích cen této suroviny profitoval. Příliv petro-dolarů umožnil vedoucí ekonomice „východního bloku“ nákup potravin a obilí ze zahraničí, rozšíření vlastní výroby spotřebního zboží a také obnovu vojenského parku.

Nejintenzivnější změny se ale nejspíš odehrály v Japonsku, které se po prvním ropném šoku začíná poohlížet po jiném oboru, na který by se mohlo jeho exportně-orientované hospodářství zaměřit. Nejvyspělejší asijská ekonomika zahajuje masivní investice do oblasti spotřební elektrotechniky a dalších surovinově nenáročných oborů. Její automobilky uvádějí na trh první malé úsporné a výkonné modely.

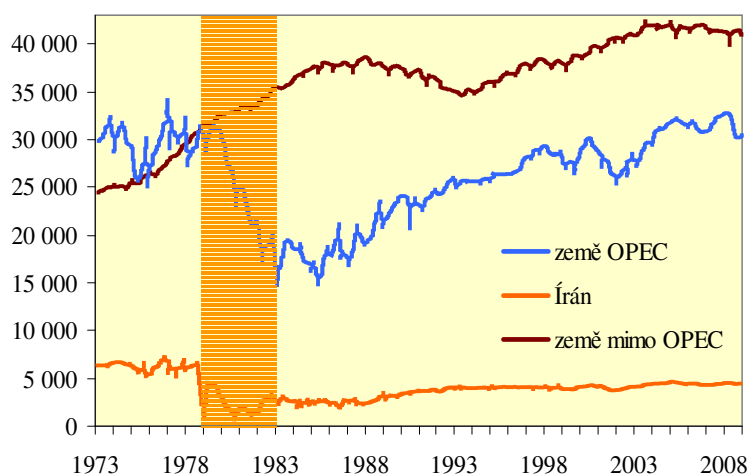
Brazilská ekonomika poprvé ve velkém měřítku přistupuje k využití bioetanolu produkovaného z cukrové třtiny jako paliva a úspěšně jím nahrazuje dováženou ropu.

Vysoké ceny ropy stimulovaly výzkum a vývoj jednak k hledání alternativních energetických zdrojů (včetně využití větru, slunce apod.), jednak k využití ropných zásob v do té doby nepřístupných oblastech Arktidy, Aljašky, Kavkazu, Sibiře nebo Kaspického moře [97].

3.3.3 Druhý ropný šok

Embargo uvalené zeměmi OPEC v říjnu 1973 bylo zrušeno v souvislosti s ukončením jomkipurské války a se stažením izraelských jednotek z Golanských výšin v březnu 1974 [34]. Nepokoje v regionu Blízkého východu ale neustaly.

V listopadu 1978 vyhlásilo v Íránu stávkou 37 tisíc zaměstnanců íránských rafinérií, což vedlo k propadu produkce ropy v zemi ze šesti na půl druhého milionu barelů denně (tzn. z 950 000 m³ na 240 000 m³ – viz Obrázek 11). V lednu 1979 byl svržen pro-americký režim *šáha* Mohammada Rézy Pahlavího a vyhlášena islámská revoluce. Do čela země se postavil islámský duchovní vůdce *ajatolláh* Chomejní. O dvacet měsíců později zahájila irácká armáda s podporou Spojených států ofenzívu Íránu, která se proměnila ve vleklý osmiletý konflikt s mnoha tisíci obětmi (zejména na íránské straně).



Obrázek 11: Rozložení těžby ropy v letech 1973–2008
[v tisících barelů denně]

Zdroj: [133] [vlastní]

Dopady nestabilní situace na Blízkém východě naznačuje Obrázek 11. Propad těžby v Íránu na konci 70. let 20. století, který se částečně snažily pokrýt ostatní státy OPEC, vyvolal na světových trzích paniku a cena za barel překonala všechna očekávání (viz Obrázek 9 na straně 35). Mezi roky 1978 a 1980 vzrostla cena ropy na světových trzích o 250 %! Spojené státy zvýšily těžbu v Prudhoe Bay na Aljašce a omezily dovoz ropy ze zahraničí. Podobně zareagovalo i Norsko, Velká Británie a další země [34].

3.3.4 Dopady energetické krize 70. let

Akční jednota zemí vyvážejících ropu byla pro rozvinuté ekonomiky doslova „ránou mezi oči“. Spojené státy a další západní země si poprvé uvědomily, že jejich postavení ve světovém obchodě není tak neochvějné, jak se snad mohlo zdát.

Silná a jednotná aliance rozvojových států ale neměla dlouhou životnost. Již na konci roku 1980 se akční jednota zemí OPEC rozpadá a právě v této době také produkce zemí, které nejsou členy OPEC, překonává produkci samotné OPEC (viz Obrázek 11). Země mezinárodního kartelu OPEC se ještě několikrát snaží udržet extrémně vysokou cenu ropy, ještě několikrát ohlásí a také realizují snížení těžebních kvót pro jednotlivé členy, ale od poloviny 80. let zaznamenává světový trh převis nabídky nad poptávkou a cena ropy padá. V té době již většinu spotřeby ropy západních ekonomik pokrývají dodávky ze zemí, které nejsou spojeny s OPEC. Např. podíl ropy dovážené do USA klesl ze 46,5 % v roce 1977 na 28 % v roce 1982 [66].

Země OPEC nejen že si nedokázaly dlouhodobě udržet svou pozici jedinečného dodavatele a těžit z ní, ale ani masivní objemy prostředků, které během 70. let od vyspělých ekonomik získaly, neuměly zpravidla efektivně využít. Valná část z řádově 450 mld. tzv. petro-dolarů nakonec skončila na účtech ekonomik OPEC u bankovních domů v rozvinutých ekonomikách (zejm. ve Švýcarsku). Mexiko, Nigérie nebo Venezuela se díky zvratům na trhu s ropou ocitly blízko bankrotu [102]. Sovětský svaz, v té době již světový producent ropy číslo jedna, se kvůli propadu cen dostal do tíživé situace a důsledky energetické krize 70. let tak nejspíš přispěly k rozpadu komunistického bloku.

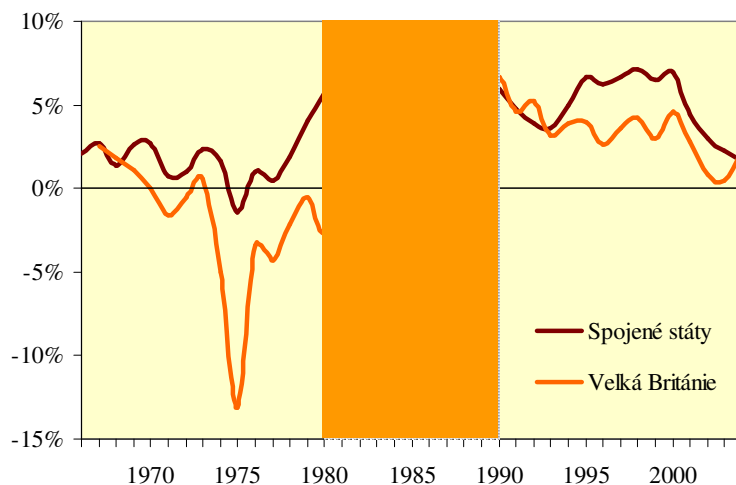
Stagflace 70. let znamenala konec poválečného hospodářského boomu. Snaha centrálních bank řešit situaci v souladu s keynesiánským učením snížením základních úrokových sazeb a naivní představa, že růst cen je druhořadým problémem, pravděpodobně prohloubila a prodloužila působení ropných šoků. Keynesovy metody se ukázaly nepoužitelnými a v hospodářských politikách vyspělých zemí světa se ke slovu opět dostává neoklasická ekonomie volného trhu (resp. její následovníci v čele s monetaristou Miltonem Friedmanem) [34].

3.4 Latinskoamerická dluhová krize

Problémy zemí Latinské Ameriky, které vyvrcholily krizí během tzv. ztracené dekády 80. let 20. století, se kumulovaly po dobu leckde (zvláště v Argentině, Brazílii a Mexiku) přesahující i dvacet let. Jejich výsledkem byla situace, kdy zahraniční dluh některých zemí překročil schopnosti těchto ekonomik reálně jej splatit, což se projevilo tzv. dluhovou krizí a následným propadem celého regionu [84].

3.4.1 Pozadí latinskoamerické dluhové krize

Příčiny latinskoamerické dluhové krize jsou velmi těsně spjaty se dvěma ropnými šoky v 70. letech 20. století. Obrovské příjmy zemí OPEC z nečekaně vysokých cen ropy na světových trzích totiž ze značné části skončily v mezinárodních bankovních společnostech v rozvinutých tržních ekonomikách v podobě likvidního objemu finančních prostředků. Tato dočasně volná hotovost se stala ideálním zdrojem pro úvěrové krytí schodků hospodaření rozvojových zemí, zvláště těch latinskoamerických.

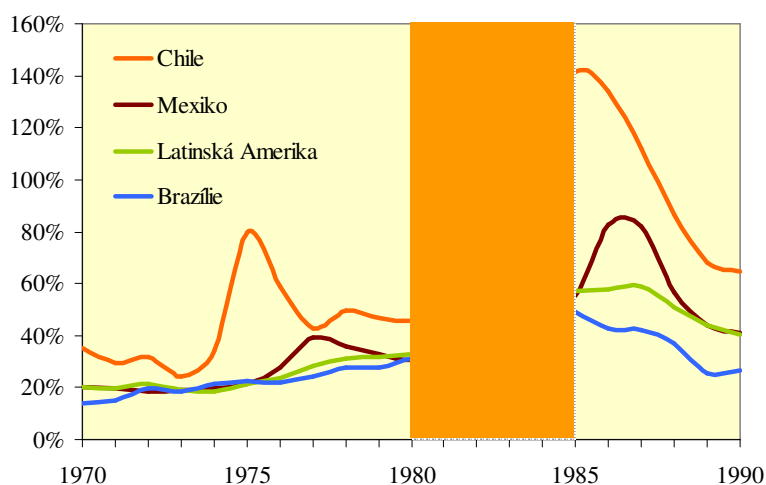


Obrázek 12: Změna reálné úrokové míry v 80. letech

Zdroj: [137] [vlastní]

Na přelomu 70. a 80. let ovšem došlo k významnému růstu úrokových měr, a to dokonce i v reálném vyjádření (viz Obrázek 12). Z hodnot oscilujících kolem nuly se během krátkého období reálné úrokové sazby např. v USA nebo Velké Británii vyhouply nad 5 %, nominální přesáhly 15% a v některých letech i 20% hranici. Za takových okolností se přirozeně splátky

úroků nečekaně nafoukly [137] a zahraniční zadluženost latinskoamerických zemí strmě rostla (viz Obrázek 13).



**Obrázek 13: Celková zadluženost v Latinské Americe
[procentuální podíl na GNI]**

Zdroj: [136] [vlastní]

Ve prospěch rozvojového světa ovšem nehrál ani vývoj kurzu amerického dolaru, ve kterém byla většina mezinárodních půjček denominována. Americký dolar již počátkem 70. let prudce znehodnotil v souvislosti s rozpadem bretton-woodského systému, což opět splátky hromadících se státních dluhů prodražovalo.

Vysoká míra inflace ze 70. let rovněž reálně znehodnotila základní kapitál amerických bank a ty pak v 80. letech narazily na spekulční limity stanovené federální vládou, které jim umožňovaly realizovat půjčky jen do výše desetinásobku jejich kapitálu. Objem půjček, které mohly v 80. letech americké banky nabídnout, byl tedy v reálných hodnotách podstatně nižší než v předchozí dekadě.

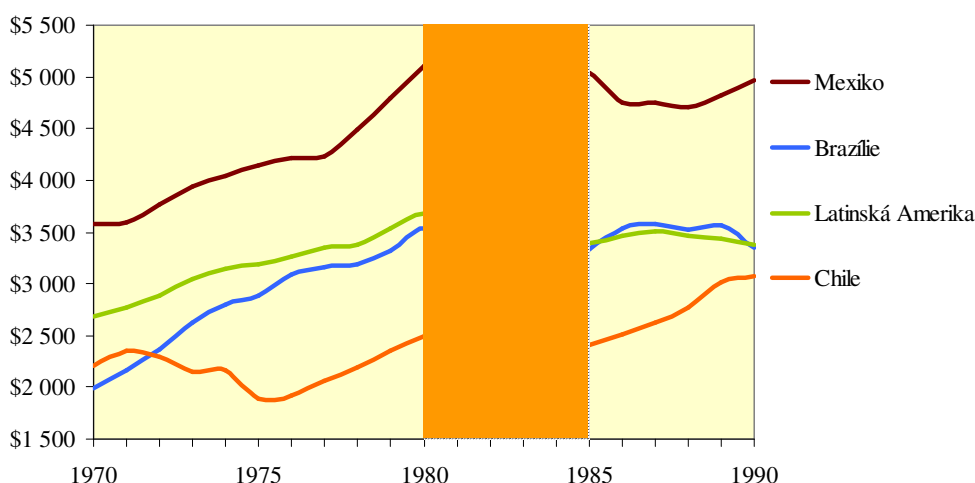
Čtvrtým faktorem, který k propuknutí dluhové krize přispěl, byl vývoj v letech následujících po ropných šocích, kdy v důsledku zpomalení růstu světové ekonomiky stagnovala nebo klesala poptávka po nerostných surovinách a nezpracované zemědělské produkci. Ceny výstupů primárního sektoru hospodářství padaly a s nimi také příjmy rozvojových zemí ze zahraničního obchodu – příjmy v konvertibilní měně nezbytné pro snadné splácení zahraničního dluhu [84].

3.4.2 Průběh latinskoamerické dluhové krize

Zatímco příčiny latinskoamerického dluhového problému se kumulovaly několik desítek let, samotná krize vypukla prakticky v jediném okamžiku: když v srpnu 1982 mexický premiér Jesus Silva-Herzog prohlásil, že Mexiko již nadále nebude schopno dostát svým závazkům a řádně splácet enormní státní dluh [101]. Mexiko samo jednostranně vyhlásilo devadesátidenní moratorium a požádalo o úpravu splátkového kalendáře a o nové půjčky, jimiž by mohlo krýt své předchozí závazky.

Zahraniční a mezinárodní banky okamžitě panicky zareagovaly a zmrazily refinancování prakticky všech úvěrů latinskoamerických zemí. Zatímco za normální, klidné situace by byly tyto – z valné většiny krátkodobé – úvěry běžným způsobem obnoveny, ze strachu z insolventnosti latinskoamerických ekonomik vyžadovali nyní věřitelé splacení těchto závazků a nové úvěry byli ochotni poskytnout jen za velmi striktních podmínek zahrnujících kromě jiného i intervenci Mezinárodního měnového fondu v dlužnické zemi [84].

Dopady pozastavení zahraničních úvěrů byly v Latinské Americe drastické. Jak ukazuje Obrázek 14, v první polovině 80. let došlo v regionu k recesi, výkonnost ekonomik stagnovala, hrubý domácí produkt na obyvatele klesal. V průměru se GDP na obyvatele mezi roky 1980 a 1984 snížilo v Latinské Americe o bezmála 9 % [84] [136].



Obrázek 14: Propad GDP na obyv. v důsledku latinskoamerické krize
[v USD, stálé ceny roku 2000]

Zdroj: [136] [vlastní]

Během let 1982–1990 se velikost dluhové služby celého regionu Latinské Ameriky snížila z 56,735 miliard USD na 39,862 miliard USD [137]. Celkový objem splacených půjček ovšem jen mezi lety 1982 a 1985 přesáhl 100 miliard USD [84].

3.4.3 Dopady latinskoamerické krize

Hospodářská stagnace latinskoamerického regionu, rostoucí inflace a vysoká nezaměstnanost byly třemi základními atributy krize zemí Jižní a Střední Ameriky. Jejich důsledky se projevíly především v rovině politické a ekonomické.

Ekonomické změny, které se v latinskoamerickém regionu odehrály v průběhu krize v 80. letech, znamenaly především zásadní obrat hospodářského směřování jednotlivých zemí. Importní substituce, tedy snaha nahrazovat dováženou produkci domácí výrobou a snižovat tak otevřenost ekonomiky vůči zahraničnímu obchodu, byla pod taktovkou liberálních ekonomů Mezinárodního měnového fondu nahrazena orientací na vývoz a exportně determinovanou industrializací. Brazílie a Argentina uzavírají první smlouvu o budování zóny volného obchodu, která se později stane základem integračního seskupení MERCOSUR (Jihoamerický společný trh, *Mercado Común del Sur*).

Díky masivním odlivům kapitálu (zejm. do USA) došlo k depreciaci jednotlivých národních měn, což stimulovalo vývoz a představovalo faktor zvyšující mezinárodní konkurenceschopnost. Zatímco v první polovině 80. let rostly latinskoamerické ekonomiky ročně průměrně o 0,45 %, v druhé polovině 80. let to bylo již 1,02 % [136].

Sociální dopady nezaměstnanosti a neudržitelná výše zahraniční zadluženosti ovšem měly i politické následky. Přispěly například k silnější demokratizaci brazilského vojenského režimu nebo k pádu autoritářské vlády v Argentině [84].

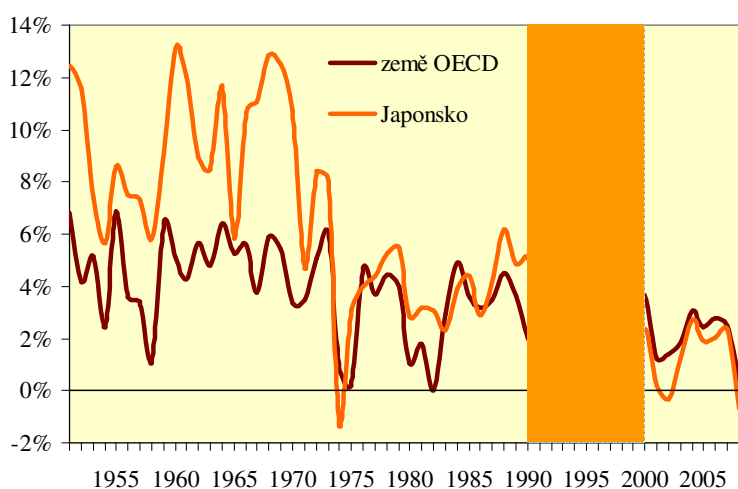
3.5 Japonská bublina

Japonská bublina je označením zlomu ve vývoji do té doby jednoho z nejperspektivnějších a nejslibnějších hráčů světové ekonomiky. Až do roku 1990 nekleslo – s výjimkou roku 1974 –

nikdy v poválečné japonské historii tempo hospodářského růstu do záporných hodnot. Od 90. let, která bývají označována za japonskou ztracenou dekádu, se však ekonomika země vycházejícího slunce potýká se stagnací, deflací a rostoucí nezaměstnaností.

3.5.1 Pozadí vzniku japonské bubliny

Japonsko přišlo během druhé světové války o přibližně o čtvrtinu všech svých výrobních zařízení a po jejím skončení ztratilo samozřejmě i své zahraniční investice. Přesto však japonská ekonomika rostla v poválečných dekádách rychleji než ostatní rozvinuté tržní ekonomiky (viz Obrázek 15).

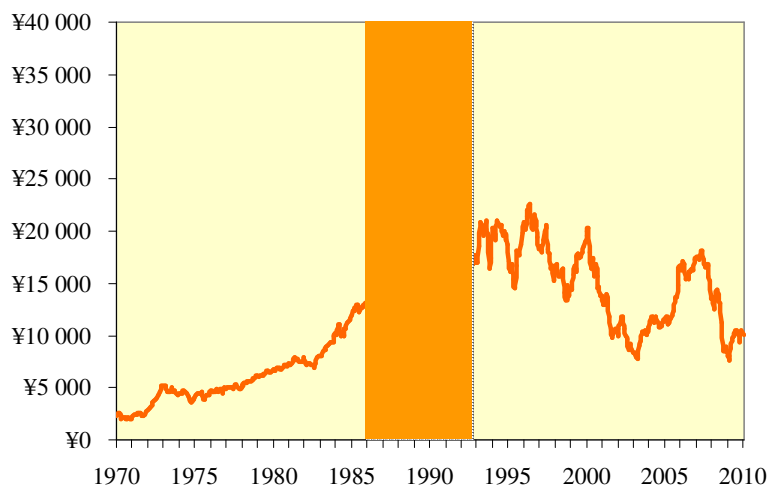


Obrázek 15: Srovnání hospodářského růstu v Japonsku a v zemích OECD
[tempo růstu reálného GDP v USD, stálé ceny roku 1990]

Zdroj: [136] [68] [vlastní]

Japonsko nejintenzivněji ze všech tehdejších ekonomik zavádělo nové technologické postupy a mechanismy. Dovoz technologií a nejrůznějšího know-how výrazně převyšoval jejich vývoz. Zároveň japonská vláda zavedla přísná tarifní omezení dovozů a snažila se japonské domácnosti motivovat k úsporám. Vláda prudce omezuje výdaje na zbrojení a kapacity i finance z tohoto sektoru přesouvá do průmyslové výroby. Díky obrovským objemům likvidních peněžních prostředků v japonských bankách byly půjčky firmám snadno dostupné a umožňovaly financovat masivní investiční rozvoj. V roce 1955 japonská průmyslová produkce dosahuje 130 % předválečné úrovně, v roce 1960 již 570 % [75].

Japonská ekonomika realizuje aktivní salda zahraničně-obchodní bilance, japonský jen posiluje, japonské finanční deriváty se stávají lákavým investičním artiklem. Tokijská burza zažívá rozmach, její index Nikkei láme rekordy (viz Obrázek 16).



Obrázek 16: Japonský burzovní index Nikkei 225

Zdroj: [121] [vlastní]

S tak obrovskými objemy prostředků volně použitelných k investování nebylo možné zabránit spekulativním nákupům akcií a bublinovému nafukování tokijského burzovního indexu (viz Obrázek 16). Mohutný rozvoj průmyslu a nebývalý rozmach celého japonského hospodářství rovněž hnaly ceny nemovitostí raketovým tempem vzhůru. Banky byly přirozeně ochotné poskytovat čím dál větší objemy půjček krytých čím dál vyššími cenami nemovitostí, aniž by si zjevně uvědomovaly čím dál vyšší rizikovost takového počínání.

3.5.2 Průběh japonské krize

Ke zlomu došlo s počátkem 90. let 20. století. Propad tokijské burzy v lednu 1990 nebyl nijak dramatický, rekordní ani extrémní. K podobným (i hlubším) propadům došlo i v říjnu a prosinci 1987 a také mnohokrát předtím. Tentokrát se ale pokles nezastavil. Do konce roku 1990 Nikkei 225 ztratil bezmála dvě pětiny své hodnoty a do prosince 1992 klesl o 56,6 % oproti prosinci 1989. Dlouhodobě klesající trend pak pokračoval až do dubna 2004, kdy už hodnota Nikkei 225 propadla o bezmála 80 % ve srovnání s prosincem 1989 [121].

Pozvolný pád akciových trhů doprovázela hromadná platební neschopnost, zahlcení bank nedobytnými půjčkami krytými akciemi, jejichž hodnota byla přinejlepším pochybná. Banky nahromadily fantastický objem nevymahatelných půjček (až 1 bilion USD), následoval útlum komerčního úvěrování, klesaly ceny nemovitostí, snižovala se celková poptávka.

Podle Fárka [41] japonské hospodářství trpělo ve světě ojedinělou a přetrvávající deformací, která jenom prodlužovala jeho agónii. Příčiny lze hledat v japonském systému *keiretsu*, který se vyznačuje vzájemně personálně i kapitálově propojenými sektory soukromých podniků, bank a státní, resp. veřejné správy. Toto uspořádání poskytuje firmám ochranu a umožňuje jim díky nadstandardním vztahům s věřiteli odolávat restrukturalizaci a razantnějším změnám. Bankám dává díky státním garancím značnou dávku jistoty a nenutí je vymáhat splátky poskytnutých úvěrů. Vláda pak nad celou ekonomikou rozprostřela velkorysou záchrannou síť sociálních dávek, subvencí a státních projektů, které ale vedly k dramatickému nárůstu veřejného dluhu (ze 70 % GNP v roce 1990 vzrostl až na 130 % ke konci tisíciletí).

V uvedené situaci nepřinášely vládní stimuly žádoucí výsledky, japonská ekonomika se potýkala s deflací, její dopady na dlužnicko-věřitelské vztahy byly fatální. Klesala ekonomická aktivita, rostla nezaměstnanost. V ekonomice se začaly objevovat tzv. firemní *zombie*, podniky neschopné konkurence udržované při životě vládními zárukami a dotacemi [41]. Nominální úrokové míry se ze 7 % na počátku 90. let 20. století propadly až k 1,69 % v roce 2006 [136]. Japonská ekonomika se ocitla v pasti likvidity. Zahraniční spekulanti si kvůli dlouhodobě nízkým úrokům půjčovali závratné částky v japonských jenech (podle odhadů z roku 2007 v celkovém objemu až 1 bilionu USD [132]), s jejichž pomocí realizovali investiční nebo spekulativní obchody v jiných měnách,¹² a udržovali tak pevný a relativně silný kurz jenu [16]. Silná měna ovšem podkopávala konkurenceschopnost japonských vývozců. Podíl exportů na GDP se po celá 90. léta udržel pod úrovní 10,494 % dosaženou v roce 1990 [136].

¹² Jedná se o tzv. *carry trade*, pro podrobnosti viz [16].

3.5.3 Dopady japonské krize

Již v 90. letech 20. století bylo zřejmé, že léčba „japonské horečky“ nebude snadná. Bylo třeba učinit celou řadu reformních kroků, privatizovat a deregulovat základní segmenty hospodářství, snížit a seškrtnat deficity státního rozpočtu a ozdravit bankovní systém. Až do roku 2005 se ale dařilo prosazovat spíše postupné drobné úpravy, než radikální změny. Daní za nedostatečnou politickou vůli se stala rezignace premiéra Koizumi a předčasné volby na podzim téhož roku.

Významným reformním signálem se stala privatizace Japonské pošty, v té době největší bankovní instituce na světě s aktivy odhadovanými na 3,2 bil. USD. Prorůstový potenciál v sobě skrývá rovněž snaha o větší otevřenost japonské ekonomiky, omezování bariér pro příliv zahraničního kapitálu i striktnější bankovní dozor. Roste objem zahraničního obchodu (v posledních letech zvláště Čínou) a Japonsko začíná opět naplno využívat potenciálu své mimořádně vzdělané a kvalifikované pracovní síly. Podílem výdajů na vědu a výzkum přesahujícím 3 % GDP se Japonsko dlouhodobě udržuje na špičce světového žebříčku [41].

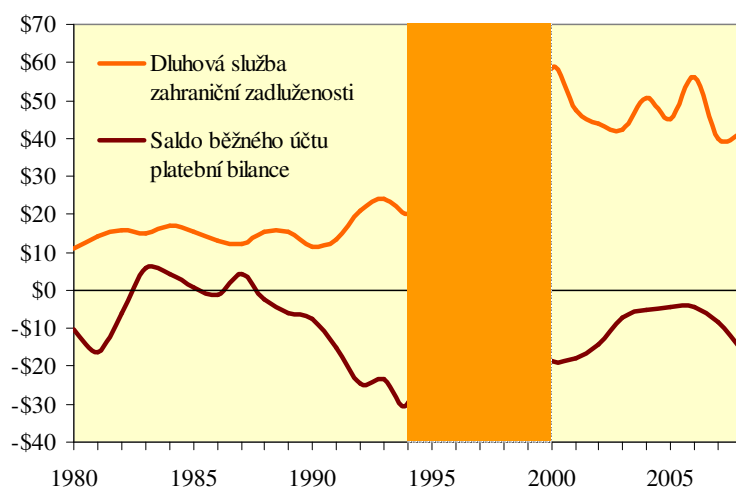
3.6 Mexická pesetová krize

Na přelomu 80. a 90. let 20. století došlo ve světovém vývoji k celé řadě zásadních změn. Nejvýznamnější pozici mezi nimi bezesporu zaujímá rozpad bipolárního uspořádání světa a „vítězství“ hospodářství stojícího na tržních principech nad koncepcí centrálně plánované ekonomiky. Od rozpadu komunistického bloku a skončení studené války si řada ekonomů slibovala tzv. „mírovou dividendu“, snížení výdajů na zbrojení a jejich přeměnu na rozvojové finance. Namísto prudkého nárůstu rozvojové pomoci se však mnohem intenzivněji projevil efekt tzv. únavy z pomoci (*“aid fatigue”* nebo *“donor fatigue”*) a všechny typy financování rozvoje zaznamenaly pokles v objemu svěřených prostředků. Druhá polovina 90. let pak přinesla tři krizové události globálního charakteru, z nichž dvě vycházely právě z rozvojových regionů (z Mexika a z jihovýchodní Asie), zatímco třetí zasáhla největší transformující se trh, Rusko [2].

3.6.1 Pozadí mexické krize

Mexická ekonomika se po krizi v 80. letech a po určité liberalizaci v první polovině 90. let 20. století zdála být bezpečným a perspektivním cílem zahraničních investorů. Největší objemy investic sem samozřejmě směřovaly ze Spojených států, s nimiž se ostatně Mexiko chystalo v nejbližší době uzavřít smlouvu o vytvoření Severoamerické zóny volného obchodu (*North-American Free Trade Area*, NAFTA). Existovaly však i určité varovné signály, že s mexickou ekonomikou není všechno tak úplně v pořádku.

Jednalo se zejména o schodek běžného účtu platební bilance, který se již od poloviny 80. let trvale prohluboval, až v roce 1994 dosáhl částky 29,662 miliard USD (viz Obrázek 17). Ekonomika také řadu let bojovala s hyperinflací (1982–1988) a až do roku 1992 rostla její cenová hladina dvouciferným tempem. Mexické peso mělo fixní kurz stanovovaný vůči americkému dolaru, což nabízelo možnost krýt deficity státního rozpočtu a schodky běžného účtu platební bilance vydáváním obligací denominovaných v pesech, ale indexovaných v dolarech (tzv. *tesobonos*).



**Obrázek 17: Vývoj běžného účtu a dluhové služby Mexika
[v miliardách USD, běžné ceny]**

Zdroj: [136] [vlastní]

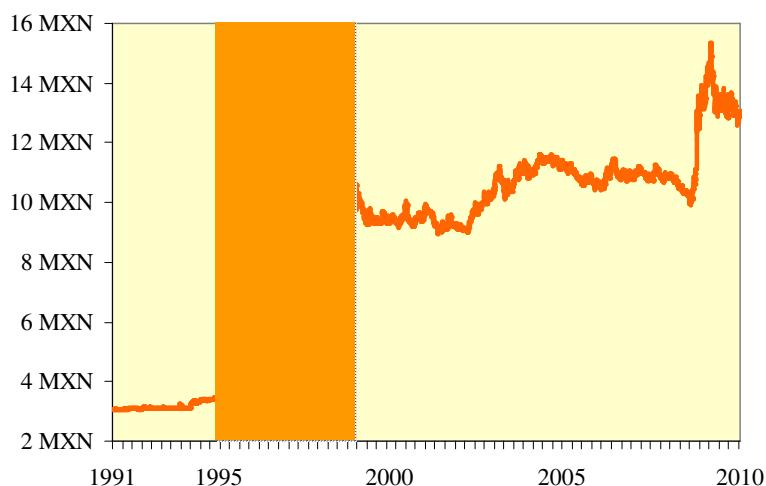
Se železnou pravidelností předvolebního populismu se v Mexiku opakovaly rekordně vysoké schodky státního rozpočtu, které byly po volbách vždy vykoupeny nárůstem splátek zahraničních dluhů a utahováním opasků. Tento politický cyklus vytvářel nezdravé a nestabilní podnikatelské klima a zhoršoval pozici Mexika v očích zahraničních investorů a

ratingových agentur [30]. Snad proto také do Mexika směřoval především krátkodobý kapitál, jehož přílivy vzrostly z 6,6 mld. USD v roce 1986 až na 53,1 mld. USD v roce 1991 [43].

V zemi proslulé korupcí, uvolněnými bankovními praktikami a klientelismem se v roce 1994 státní rozpočet marnotratně rozhýřil. Svému nástupci předal Salinas zemi v roce, kdy v regionu Chiapas vyhlásila vzpuru Zapatova armáda národního osvobození a kdy byl v Kalifornii zabit jeden z kandidátů na prezidentský úřad. Důvěra zahraničních investorů procházela právě obdobím těžkých zkoušek [30].

3.6.2 Průběh mexické pesetové krize

Když se Ernesto Zedillo dne 1. prosince 1994 chopil prezidentského úřadu, bylo již zřejmě pozdě. Díky fixnímu kurzu mexického pesa k americkému dolaru stahovali američtí investoři již dobrých pět měsíců bez velkých potíží své finanční prostředky z nejistého mexického trhu. Ekonomika byla zavalena mexickým pesem, ale ke konci roku 1994 se jí již nedostávalo devizových rezerv. Tlak na devalvaci pesa byl obrovský, i přesto vláda ujišťovala, že kurz mexické měny udrží.



**Obrázek 18: Kurz mexického pesa k americkému dolaru
[kurz střed, nové mexické peso MXN]**

Zdroj: [39] [vlastní]

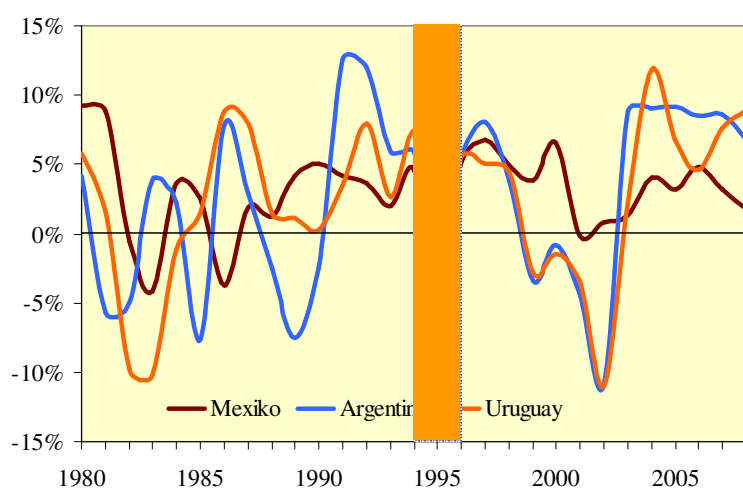
Investoři a spekulanti, kteří dříve kupovali vládní *tesobonos*, se jich nyní chtěli přirozeně zbavit, protože pevná vazba mexického pesa a amerického dolaru – jak se zdálo – neměla mít

dlouhého trvání. Docházelo ke stále většímu čerpání devizových rezerv centrální banky, *Banco de México*. Ta se navíc snažila udržovat úrokové míry nízko, neboť se obávala nestability povolebního roku a nechtěla situaci v mexické ekonomice komplikovat. Proto *Banco de México* nakupuje mexické státní cenné papíry, čímž znovu a v ještě vyšší míře zatěžuje své dolarové rezervy [30].

Prezident Zedillo se ještě v prosinci 1994 schází s nejvýznamnějšími mexickými podnikateli k soukromé schůzce o devalvací pesa. O několik dní později oznamuje své vládě 15% znehodnocení mexické měny na kurz 4 MXN za 1 USD. Mexická vláda ovšem nedokáže udržet peso ani po této devalvací a nechává ho přejít na volný *floating*. Mexické peso během jednoho týdne znehodnocuje až ke kurzu 7:1 za americký dolar (viz Obrázek 18) [30].

3.6.3 Důsledky mexické krize

Spojené státy reagují okamžitě. Nejprve skupují mexická pesa na devizových trzích, následně Mexiku přislíbí pomoc v podobě úvěrových garancí a swapových operací ve výši 20 miliard USD. Další pomoc v objemu 17,7 miliard USD získává Mexiko od Mezinárodního měnového fondu (*International Monetary Fund*, IMF) a dále 10 miliard USD od Banky pro mezinárodní platby.



**Obrázek 19: Dopady mexické krize v Latinské Americe
[procentní růst reálného GDP v USD, stálé ceny roku 2000]**

Zdroj: [136] [vlastní]

Mexická ekonomika se poměrně rychle zotavuje. Od roku 1996 zaznamenává kladná tempa hospodářského růstu (viz Obrázek 19) a období expanze vrcholí na sklonku 20. století reálným růstem ve výši 7 %. Již během roku 1997 splácí Mexiko celou půjčku, kterou získalo od Spojených států.

Krátké trvání mexické pesetové krize bylo nejspíš důsledkem „šťastného načasování“. V polovině 90. let byla světová ekonomika v boomu a světový obchod prosperoval jako nikdy předtím. Zároveň byla v té době ustavena již zmiňovaná NAFTA, což Mexiku zpřístupnilo americký trh a pomohlo zlepšit jeho platební bilanci. Mexické vývozy do USA se zvýšily bezmála dvojnásobně [2]. Mezinárodní dopady se omezily v podstatě výhradně na latinskoamerický region (proto jim bývá přezdíváno „tequila efekt“), postihly zejména Argentinu, Brazílii, Chile, Paraguay a Uruguay (viz Obrázek 19).

3.7 Asijská finanční krize

Asijská krize měla v zásadě velmi podobný průběh jako krize mexická, zejména pokud jde příčiny a také o metody a nástroje použité při jejím řešení. Spouštěcí mechanismy, které krizi v jihovýchodní Asii odstartovaly, ovšem připomínají spíše japonskou bublinu a svádějí pozornost k Akamatsuovu rozvojovému paradigmatu „letících hus“.¹³

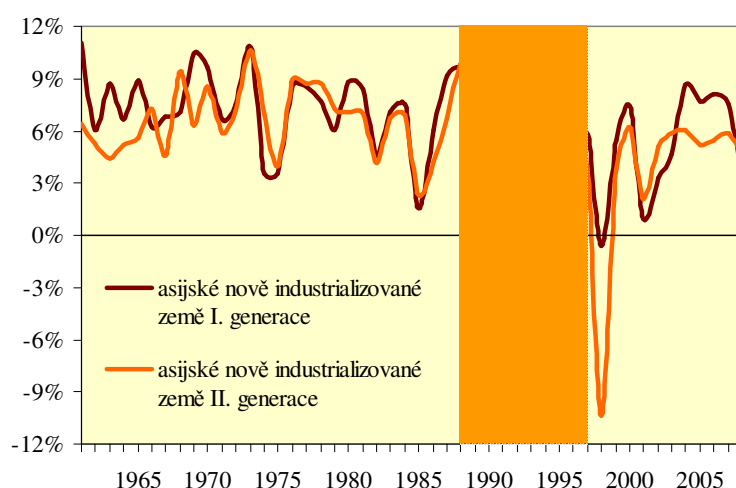
3.7.1 Pozadí asijské krize

Moderní hospodářské dějiny zemí jižní a východní Asie skutečně připomínají stále se opakující rozvojový vzorec. Japonsko po druhé světové válce prošlo masivní industrializací, ale rostoucí cena pracovní síly z ekonomiky postupně vytlačila obory, které byly pracovně náročné (např. textilní průmysl), a nahradila je kapitálově intenzivní výrobou (nejprve automobilový průmysl, později elektrotechnika). Textilní průmysl se přenesl na Tchaj-wan, do Jižní Koreji, Hongkongu a Singapuru. Jak ale docházelo k postupnému rozvoji i v těchto,

¹³ Akamatsu ukazuje Japonsko jako vůdčí ekonomiku regionu, jejíž rozvojovou trajektorii po druhé světové válce ostatní země jihovýchodní Asie kopírují (podobně jako husy v hejnu sledují tvar seskupení hus letících před nimi, odtud název *Flying Geese Paradigm*). [3] [51].

tzv. asijských nově industrializovaných zemích první generace, rostla cena také jejich pracovní síly a pracovně náročné obory byly postupně vytlačovány kapitálově intenzivní produkcí automobilů a později elektrotechniky. Textilní průmysl se přesunul do Malajsie, Indonésie, Thajska a na Filipíny (asijské nově industrializované země druhé generace). Postupně je ale – zejména díky nadnárodním korporacím – textilní výroba přenášena i z těchto zemí do Číny, Vietnamu a jinam [100].

Obrázek 20 ukazuje tempa reálného růstu produktů asijských nově industrializovaných zemí (*Asian Newly-Industrialized Countries*, ANIC) první a druhé generace. V grafu je zvýrazněno mimořádně úspěšné období zhruba mezi roky 1988 a 1997, kdy tempa růstu ANIC druhé generace oscilovala kolem devítiprocentní hladiny [136]. Ekonomiky jižní a východní Asie byly považovány za jeden z nejperspektivnějších světových regionů a vysoké úrokové míry dlouhodobě lákaly zahraniční kapitál. Jeho přílivy se z necelých 30 mld. USD na počátku 90. let vyšplhaly až k bezmála 73 mld. USD v roce 1996 [43].



Obrázek 20: Hospodářský růst v asijských nově industrializovaných zemích

Zdroj: [136] [vlastní]

Byl to však převážně kapitál krátkodobé a spekulativní povahy. V roce 1997 představoval např. v Thajsku podíl spekulativního kapitálu dvě třetiny všech kapitálových přílivů, na Filipínách dokonce bezmála 70 % [2]. Přílivy krátkodobého kapitálu do jihovýchodní Asie umožňovaly krýt deficity běžných účtů platebních bilancí a udržovaly tak národní měny ANIC pevně zavěšené na americký dolar [80]. Příliš velký objem volných investičních prostředků ale vedl k realizaci čím dál tím rizikovějších investičních záměrů, které – podobně

jako v Japonsku – tlačily ceny nemovitostí raketovým tempem vzhůru. Volné a dostupné finanční zdroje nebyly vždy investovány nejefektivnějším způsobem – už i proto, že ANIC byly mladými demokraciemi, kde nebyla nouze o příklady tzv. klientelistického kapitalismu (tzn. politiky „já na bráchu, brácha na mě“; anglicky *crony capitalism*) – a v polovině 90. let se objem příliš špatně alokovaných prostředků stává břemenem [77]. Zadluženost zemí jihovýchodní Asie ve stejné době překonává hranici 160 % jejich GDP [7].

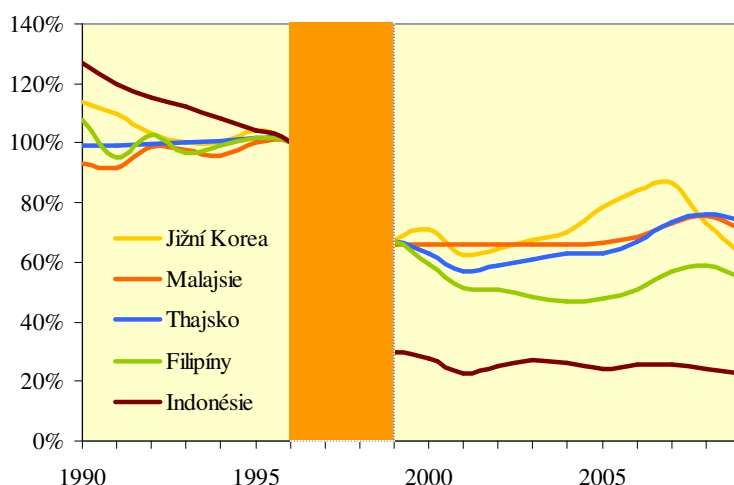
Během 90. let 20. století dochází ve světové ekonomice k několika dalším změnám, jejichž dopady se v regionu jihovýchodní Asie kumulovaly:

- Japonské hospodářství upadá do recese a snižuje se objem obchodní výměny s jeho nejbližšími partnery ve východoasijském regionu.
- Klesá světová poptávka po elektrotechnice, ale počet exportérů a výrobců se zvyšuje (k ANIC první a druhé generace se během 90. let přidala také Čína nebo Vietnam).
- Americká ekonomika se dostává ze stagnace a americký *Fed* vedený Alanem Greenspanem přistupuje ke zvyšování domácích úrokových sazeb, aby zabránil inflačním tlakům. Spojené státy se stávají atraktivnějším cílem spekulativního kapitálu.
- Vyšší výkonnost ekonomiky USA zhodnocuje americký dolar a tím přispívá ke zhodnocování národních měn, které jsou na něj pevně zavěšeny (i když nominální kurz těchto měn k dolaru zůstává pevný). Zhodnocování kurzů cenově znevýhodňuje exporty ANIC.
- Předání Hongkongu zpět do rukou čínské vlády k 1. červenci 1997 zřejmě také působilo jako psychologický motiv pro stažení spekulativních investic z regionu jihovýchodní Asie.

Všechny tyto efekty společně s prohlubujícími se hospodářskými problémy samotných ANIC vyvrcholily dne 2. července 1997, kdy thajský *baht* zkolaboval a během několika dalších měsíců oslabil o 40 % [2].

3.7.2 Průběh asijské krize

Krize důvěry v region asijských tygrů se velmi záhy změnila ve finanční krizi se všemi symptomy i důsledky. Zahraniční investoři stahují z asijských trhů svůj kapitál a zaplavují místní peněžní trhy národními měnami. Kurzy v regionu se propadají jeden za druhým (viz Obrázek 21) a přecházejí na volný *floating*, když jejich centrální banky pochopí, že snaha udržet fixní kurz k dolaru vede pouze k likvidaci devizových rezerv. Jak postupně oslabují další a další měny regionu, zjišťují dlužníci (ať již vlády, nebo soukromé ekonomické subjekty), že jejich půjčky nenominované v amerických dolarech se nafukují do nesplatitelných rozměrů. Zadluženost některých ekonomik regionu překonává hranici 180 % jejich hrubého domácího produktu. Burzovní indexy zažívají propastné pády, trhy nemovitostí historická zemětřesení a bankovní sektor jihovýchodní Asie prochází největší krizí ve svých dějinách [7].



Obrázek 21: Nominální kurzy národních měn v období asijské krize
[kurz k USD, index roku 1996 = 100 %]

Zdroj: [136] [vlastní]

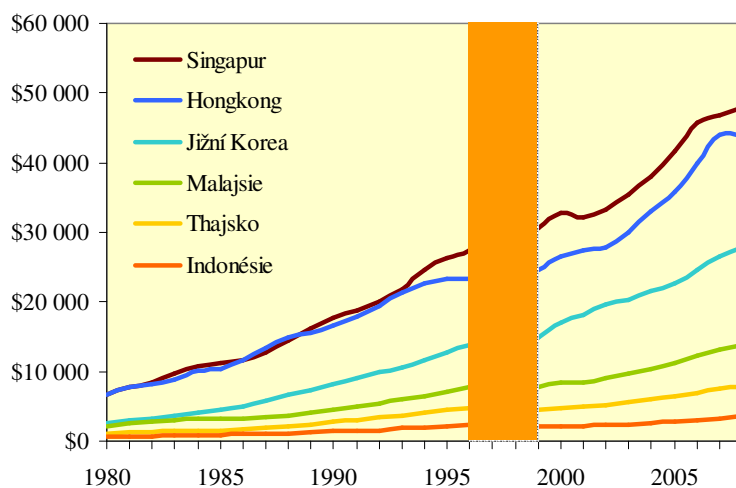
Teprve během krize se ukazuje, jak nezdravě a lehkovážně byl budován peněžní sektor v jihovýchodní Asii, jak nedostatečný byl bankovní dohled v ANIC a jak zranitelný byl celý sektor finančních služeb vůči kurzovým pohybům, základním úrokovým sazbám a ostatním rizikům, včetně zmíněné zadluženosti [43].

Obrázek 20 na straně 52 ukazuje, jak intenzivně se finanční krize projevila v reálné ekonomice. Růst druhé generace ANIC se propadl hluboko do záporných čísel. Malajsie a

Filipíny se dostaly do hospodářské recese, v Indonésii – nejchudší ze skupiny ANIC – měla finanční krize dokonce sociální i politické dopady. V ulicích indonéské metropole Jakarty propukly protičínské nepokoje, neboť většina soukromých firem byla v rukou čínských podnikatelů a po 33 letech vlády byl nucen abdikovat prezident Suharto. V Jižní Koreji se finanční krize přes hospodářskou recesi odrazila v politické nestabilitě a pádu místní vlády. K politickým změnám došlo také v Thajsku, kde jsou ale vládní kabinetů tradičně poměrně nestabilní, a je tedy otázkou, zda by tehdejší premiér generál Chavalit Yongchaiyudha ve své funkci za jiných okolností setrval déle [2].

3.7.3 Dopady asijské krize

Výjimečnost asijské krize na konci 90. let spočívá především v tom, že postihla ekonomicky vyspělý region jihovýchodní Asie, region s dlouhodobě světově nadprůměrnou růstovou dynamikou, jehož GDP na obyvatele je srovnatelné s rozvinutými tržními ekonomikami. Až doposud se totiž finanční krize týkaly prakticky výhradně (snad s výjimkou Japonska) rozvojových regionů.



**Obrázek 22: Změna GNI na obyvatele v jihovýchodní Asii
[přepočteno na USD podle parity kupní síly]**

Zdroj: [136] [vlastní]

Jak ukazuje Obrázek 22, největšímu meziročnímu poklesu hrubého národního důchodu (*Gross National Income*, GNI) na obyvatele čelily v roce 1998 asijské tygřiči (ANIC druhé generace): v Indonésii o bezmála 16 %, v Thajsku o 10 %, v Malajsii o 8,6 %. Z ANIC první

generace byl nejvíce postižen Singapur, jehož GNI na obyvatele se propadl o téměř 11 % a Jižní Korea (pokles o 7,5 %) [136].

Krise pustošila celý region. Japonský jen ustál tlaky na znehodnocení jen díky obrovským devizovým rezervám japonské centrální banky (v té době byly tyto rezervy největšími na světě), Čína se krizi vyhnula především díky nízkému poměru spekulativního kapitálu v zemi a díky nekonvertibilnímu čínskému jüanu¹⁴.

Během krizového vývoje v jihovýchodní Asii sehrál významnou roli Mezinárodní měnový fond. Svými neoliberálními reformními balíčky, které doprovázely finanční pomoc směřovanou do postižených zemí, se IMF snažil resuscitovat kolabující měny a bankovní systémy. Jednalo se v podstatě o modifikaci programu strukturálních úprav, kterými byla podmíněna jakákoliv pomoc ze strany Fondu. Cílem strukturálních změn byla větší transparentnost a stabilita finančních sektorů v ANIC, snaha transformovat bankovníctví v těchto zemích do podoby, v jaké fungovalo ve vyspělých tržních ekonomikách, a přimět vlády a centrální banky k takovým opatřením, která by ochránila jejich měny a přitom nebránila intenzivnímu a otevřenému začlenění jednotlivých ekonomik do světového hospodářství [43].

Reformy podle receptu IMF v jihovýchodní Asii již dlouho zapotřebí a snaha IMF obnovit důvěru investorů v lokální měnové jednotky zvýšením úrokových sazeb se zdála zcela racionální. Země jihovýchodní Asie však byly již během krize nuceny k řadě nepopulárních opatření (reforma veřejných financí, restriktivní monetární i fiskální politika atd.), která akcelerovala hluboký propad jejich hospodářství, krachy bank a podniků, růst nezaměstnanosti a sociálního napětí [2].

IMF si díky svým zásahům nerespektujícím sociální rozměr krizového vývoje vysloužila hlasitou kritiku a některé konspirační teorie (viz např. [60]) dokonce celou asijskou krizi připisují touze Spojených států a IMF po snadnějším přístupu na kapitálové trhy ANIC. Pravdou ovšem zůstává, že již v roce 1999 prakticky všechny země regionu směřovaly

¹⁴ Oficiální název čínské měny je *renminbi*. Vztah mezi jüanem a *renminbi* je podobný, jako v případě Velké Británie vztah mezi librou a šterlinkem.

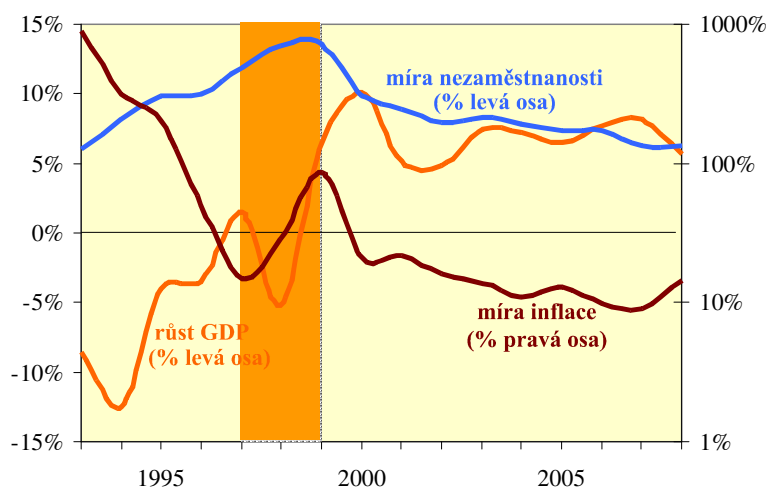
z oživení ke konjunkturě. Aplikace keynesiánské, sociálně přívětivé politiky fiskálních stimulů a monetární politiky levných peněz by možná zmírnila dopady asijské krize, ale bezesporu by ekonomikám neposkytla tolik potřebné impulzy k dalšímu růstu a rozvoji [7].

3.8 Ruská finanční krize

Ruská krize udeřila na sedmou největší světovou ekonomiku¹⁵ dne 17. srpna 1998. Byla spuštěna asijskou finanční krizí a podpořena klesajícími cenami na světových komoditních burzou. Ruská ekonomika ale již od rozpadu Sovětského svazu procházela velmi obtížným obdobím.

3.8.1 Pozadí rublové krize

Rozpad bipolárního světa přinesl do mezinárodních vazeb řadu změn a zvratů, změnil mezinárodní toky kapitálu i zboží a služeb, zvýšil konkurenci ve světové ekonomice a během 90. let vytvářel rostoucí tlak také na transformující se ekonomiky [43].



Obrázek 23: Základní makroekonomické veličiny Ruské federace

Zdroj: [136] [vlastní]

¹⁵ Měřeno podle GDP přepočteného na USD paritou kupní síly [32].

Ruská ekonomika prakticky za celých osm let od rozpadu Rady vzájemné hospodářské pomoci nedokázala dosáhnout signifikantního hospodářského růstu (viz Obrázek 23). Její reálný GDP se do roku 1997 propadl skoro na polovinu. Nezaměstnanost rostla setrvalým tempem, podobně jako zadluženost. Jediným pozitivem počátku druhé poloviny 90. let bylo zkrácení hyperinflace k deseti procentům.

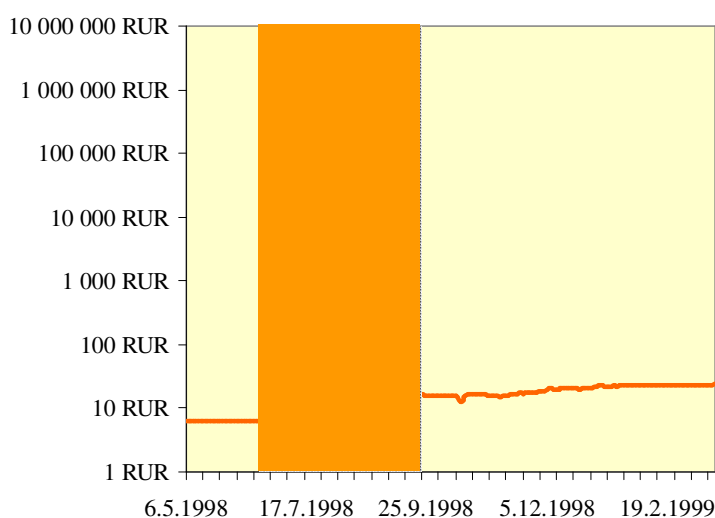
Od vrcholu dosaženého koncem 70. let se za dvě dekády prakticky nezastavil dlouhodobý trend poklesu cen ropy (viz Obrázek 9 na straně 35). Podobně se vyvíjely také světové ceny zemního plynu, neželezných kovů i dřeva, které tvořily plné čtyři pětiny vývozu Ruské federace a od nichž se odvíjela značná část příjmů státního rozpočtu. Ten byl navíc vyčerpán první čečenskou válkou (1994–1996), jejíž náklady se odhadují na 5,5 miliardy USD [110].

Růst vnitřní zadluženosti byl financován přílivem spekulativního zahraničního kapitálu, přitahovaného vysokými úrokovými sazbami. Ve snaze podpořit ruský rubl (*Российский рубль*, RUR), jehož pověst se přinejmenším v regionálním kontextu již pomalu zlepšovala, zvýšil ruský premiér Sergej Kirijenko v červenci 1997 úročení vládních pokladničních poukázek na 150 %. Ale problémy s financováním výdajů státního rozpočtu se dále prohlubovaly a ke konci roku již neměl stát dostatek prostředků ani na výplatu starobních důchodů. V květnu 1998 zablokovali dělníci z uhelných dolů transsibiřskou magistrálu a vyhlásili stávkou kvůli nezaplaceným mzdám.

V červenci 1998 poskytly IMF a Světová banka Ruské federaci podpůrný balíček v hodnotě 22,6 miliardy USD, který měl vyřešit nejvážnější rozpočtové problémy nahrazením ruských státních pokladničních poukázek, jež byly krátce před splatností, za dlouhodobé euro-bondy.¹⁶ Rusko se však v této situaci rozhodlo udržet kurz rublu zavěšený na dolar v úzkém oscilačním pásmu (5,3–7,1 rublů za dolar). Duma ovládaná levicí zamítla v půli července 1998 v podstatě všechny body vládního protikrizového balíčku. Do počátku srpna 1998 se objem mezd, které ruská vláda dlužila svým zaměstnancům, vyšplhal přes 12,5 miliardy USD.

¹⁶ Z této částky však bylo přibližně 5 miliard USD (podle některých údajů až dvakrát více) ukradeno okamžitě po poskytnutí této pomoci [53].

Neschopnost ruské vlády dostát svým závazkům, pomoc poskytnutá Světovou bankou a IMF, nedokončená transformace hospodářství a další sociální a ekonomické problémy postupně narušily důvěru zahraničních investorů a ti začali z Ruska stahovat své finanční prostředky. Do oběhu se tak uvolňovaly rostoucí objemy ruských rublů, jež zvyšovaly tlak na devaluaci. Ruská centrální banka podle odhadů vynaložila od počátku října 1997 do půlky srpna 1998 asi 27 miliard USD ze svých devizových rezerv na udržení kurzu ruského rublu ve stanoveném oscilačním pásmu. Tyto intervence Centrální banky Ruské federace dál zneklidňovaly zahraniční investory a vedly k dalším tlakům na znehodnocení rublu [110].



Obrázek 24: Oficiální kurz ruského rublu k americkému dolaru

Zdroj: [52] [vlastní]

Dne 13. srpna 1998 ruské finanční trhy zkolabovaly kvůli strachu investorů z devaluace rublu a státního bankrotu. Roční úročení vládních obligací denominovaných v rublech přesáhlo 200 %, ruská burza se propadla ve srovnání s lednem 1998 o 75 % [70]. Z latentní fáze přešel ruský krizový scénář v otevřený měnově-finanční kolaps v noci z 15. na 16. srpna 1998 – viz Obrázek 23 [43].

3.8.2 Průběh ruské finanční krize

Ruská centrální banka ve spolupráci s vládou přijala opatření, jimiž rozšířily oscilační pásmo rublu (rozšíření na 6,0–9,5 RUB/USD), oznámily restrukturalizaci státního dluhu a zároveň vyhlásily devadesátidenní moratorium na splátky některých úvěrů i měnových kontraktů

(tzv. *forvardů*). Oslabování rublu pokračovalo až do srpna 1998, kdy bylo rozhodnuto o volném *floatingu* rublu.

Kurz rublu prudce depreciuje, inflace šplhá k 84 %. Dochází ke krachu řady ruských bank (včetně Inkobanky, Oneximbanky a Tokobanky) a miliony lidí přicházejí o své úspory. Formující se střední třída ruské společnosti ztrácí prakticky veškeré finanční zázemí. Cena dovozu se zvedá na čtyřnásobek, inflace cen základních potravin překonává 100 %. Lidé v panice vykupují obchody a nedostatkovým zbožím se stává i cukr nebo rostlinný olej. Po celém území Federace propukají stávky a demonstrace. Katalyzátorem sociální krize se stává špatná sklizeň zemědělské produkce. Na podzim 1998 žádá Rusko mezinárodní společenství o humanitární pomoc, včetně pomoci potravinové.

Agregátní poptávka klesá díky snížení státních výdajů na ekonomiku o 1,5 % GDP a díky poklesu sociálních výdajů o 1,6 % GDP. Výdaje veřejné správy byly redukovány o objem odpovídající 3,2 % GDP [32][110].

Jak se ruská ekonomika utápí hlouběji a hlouběji v hospodářské krizi, klesá popularita i podpora prezidenta Borise Jelcina. Politická krize vrcholí, když Jelcin odvolá premiéra Kirijenka, ale ruská дума dvakrát odmítne kandidaturu Viktora Černomyrdina. Ruský prezident ztrácí poslední zbytky autority, premiérem se stává Jevgenij Primakov [110].

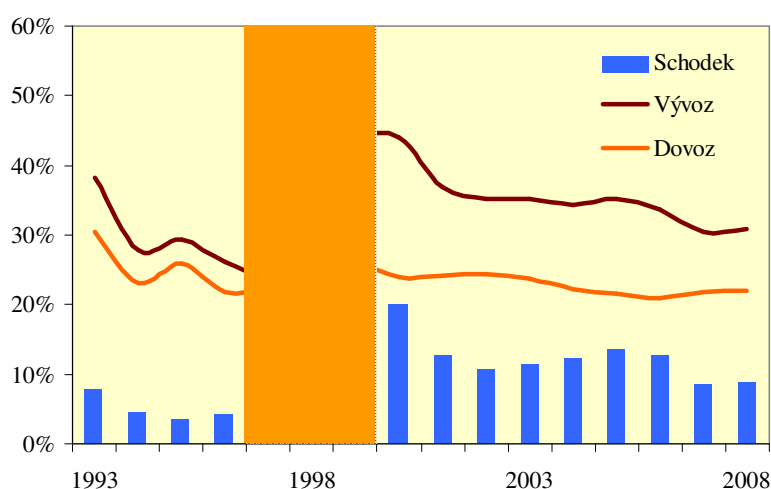
3.8.3 Dopady ruské krize

Ruská krize skončila až nečekaně rychle. Vždyť už v roce 1999 realizovala ruská ekonomika hospodářský růst na úrovni kolem 5 % (viz Obrázek 23 na straně 57). Příčiny, které někdejší druhé světové velmoci pomohly, byly prakticky totožné s těmi, které ji do krize uvrhly. Od roku 1999 začínají růst ceny ropy i dalších nerostných surovin, přebytek ruské zahraničně-obchodní bilance dosahuje ve stejném roce 33,4 miliard USD (17 % ruského GDP, viz Obrázek 25 na následující straně) a až do konce milénia roste [136].

Druhým podstatným faktorem umocňujícím ruské oživení bylo prudké znehodnocení ruského rublu, které zvýšilo konkurenceschopnost domácích firem, neboť dovozy ze zahraničí výrazně

podražily. Dochází k rozvoji domácího průmyslu (včetně potravinářství) a nezaměstnanost v zemi poprvé od rozpadu Sovětského svazu klesá.

Za třetí významný katalyzátor hospodářského růstu v Ruské federaci lze považovat skutečnost, že před rokem 1998 byla řada obchodů uzavírána na principu barteru, tedy nezávisle na bankovních nebo jiných finančních institucích. Kolaps ruského bankovního sektoru proto poškodil především drobné střadatele, zatímco firmy zůstaly v tomto ohledu *de facto* bez úhony. Významným momentem zvládnutí ruské finanční krize byla také obnovená důvěra v ruskou vládu a její schopnost zvládnout sociální i politické tlaky [110].



Obrázek 25: Vývoj zahraničního obchodu Ruské federace
[% podíl na GDP]

Zdroj: [136] [vlastní]

Zatímco v Rusku samotném měl krizový vývoj poměrně krátké trvání, dopady na další země regionu byly dramatické. Nejpostiženější oblastí byly pobaltské republiky, Litva, Lotyšsko a Estonsko, které se díky výpadku exportů do Ruské federace dostaly do hospodářské recese. Také další země, zejména Bělorusko, Moldávie, Kazachstán a Uzbekistán, zaznamenaly zpomalení růstové dynamiky. Ukrajinská hřivna devalvovala o 60 %, inflace vyskočila nad 20 % a ukrajinská centrální banka přišla během ruské finanční krize o 40 % svých devizových rezerv [110].

Prakticky souběžně s ruskou finanční krizí došlo také k brazilské krizi, jejíž původ lze snad hledat v masivních objemech spekulativního kapitálu uvolněných z ruské ekonomiky během pádu ruského rublu [43]. Kolaps brazilského *realu*, cenový skok o 40 % a ekonomický propad

brazilského hospodářství na počátku roku 1999 lze tedy považovat za vzdálený důsledek ruské krizové epizody [6].

3.9 Internetová bublina

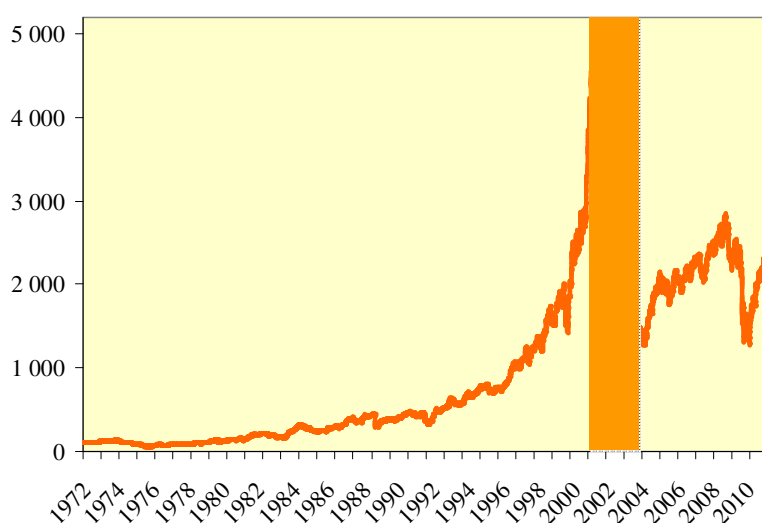
Internetová bublina (anglicky *dot-com bubble* nebo *IT bubble*) představuje typickou ukázkou spekulativní bubliny, která se nafukovala v průběhu druhé poloviny 90. let a k jejíž perforaci a splasknutí došlo v březnu 2000.

3.9.1 Internetový boom 90. let

Počátky internetového podnikání jsou přirozeně úzce spojeny s vývojem standardu *world wide web* a s uvedením prvního internetového prohlížeče *Mosaic* na trh v roce 1993 [25]. Od té doby po celá 90. léta stabilně narůstá počet i objem internetových obchodů a jen s malou dávkou nadsázky se dá říci, že pouhé připojení předpony „e-“ k původnímu názvu firmy v 90. letech rapidně zvyšovalo cenu jejích akcií na světových burzách. Bylo to období bezbřehého optimismu, víry v technologický pokrok a mimořádné tržní důvěry v budoucí zisky internetových společností. V kombinaci se značnými objemy dostupného rizikového a rozvojového kapitálu se jednalo o ideální klima pro vznik rozsáhlé spekulativní bubliny.

Finančníci nabízející tzv. rozvojový kapitál brzy zaregistrovali růst cen akcií tzv. „*dot-com*“ společností přesouvali do tohoto potenciálně perspektivního odvětví stále větší objemy investic přehlížejíc rostoucí míru rizika. Nízké úrokové míry v letech 1998 a 1999 investorům usnadňovaly jejich rozhodování a podporovaly je v investičních projektech rozvíjejících obrovský počet internetových firem. Všem přitom bylo jasné, že v prostředí tak liberálním, jako je internetové podnikání, brzy trh sám vybere ty konkurenceschopné a úspěšné podnikatele, zatímco ostatní přivede k bankrotu.

Celá internetová bublina na přelomu tisíciletí připomíná velmi přesně železniční bublinu z poloviny 19. století (viz stranu 25),¹⁷ snad jen s tím rozdílem, že internetové podnikání je ještě víc odhmotněné, než projekty železničních cest. Majitelé internetových firem prakticky bez rozdílu aplikovali strategii maximalizace tržního podílu, a to za cenu poskytování jejich produktů zcela zdarma! Cílem bylo obsadit trh, a teprve následně přimět klienty, aby za produkt platili. V situaci, kdy kurzy akcií “dot-com” podniků lámaly na burzách jeden historický rekord za druhým, se z řady internetových podnikatelů stali prakticky přes noc milionáři, aniž by jejich firmy realizovaly jediný haléř tržeb. Otázka ziskovosti těchto firem byla v dobách raketového růstu indexu NASDAQ¹⁸ (viz Obrázek 26) vedlejší.



Obrázek 26: Vývoj kompozitního technologického indexu NASDAQ

Zdroj: [93] [vlastní]

Internetové firmy vstupovaly na akciové trhy a svým zaměstnancům nabízely zaměstnanecké akcie nebo opce na nákup akcií dalších internetových podniků. Rozvoj internetových firem samotných pak stimuloval růst společností poskytujících připojení k internetu, optické kabely, síťové komponenty a výpočetní techniku vůbec. Celý polovodičový průmysl zaznamenával období růstu [25].

¹⁷ Podobné bubliny, i když v menším rozsahu a s mírnějšími dopady, se nafukovaly také v souvislosti se zrodem automobilismu a rádia ve 20. letech 20. století, nebo po vynálezu tranzistoru v 50. letech [25].

¹⁸ Index NASDAQ sleduje vývoj kurzů akcií technologicky orientovaných společností. Název indexu je zkratkou pro Automatický systém kotací Národní asociace obchodníků s cennými papíry (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), celosvětově největší elektronický obchodní systém s cennými papíry, provozovaný ve Spojených státech [48].

Internetová bublina v podstatě připomíná určitou dobu Ponziho schématu nebo „pyramidové hry“, kdy všichni „hráči“ zapojení vydělávají, dokud existuje dostatečně velký počet zájemců, kteří se nechají do podobného podnikání zatáhnout [77].

3.9.2 Prasknutí internetové bubliny

K prasknutí internetové bubliny došlo 10. března 2000, kdy index NASDAQ dosáhl svého historického maxima 5 048,62 bodu a začal klesat. Do konce následujícího týdne ztratil NASDAQ přes 10 % své hodnoty. Celá internetová bublina začíná rychle splaskávat a zanechává za sebou tisíce zkrachovalých podniků. Během následujících čtyř let (do půlky srpna 2004) ztratí index NASDAQ dvě třetiny své hodnoty [93].

Příčiny perforace bubliny nejsou zcela jasné. Pravděpodobně se jednalo o souběh celé řady událostí menšího významu, které se v pondělí 13. března 2000 odrazily v propadu technologických akcí. K těm hlavním faktorům lze zřejmě řadit:

- Postupné zvyšování základních úrokových sazeb realizované *Fedem* již od poloviny roku 1999 zpomalovalo růst americké ekonomiky (základní úroková sazba pro federální fondy se zvýšila ze 4,3 % v červnu 1999 až na 6,5 % na konci roku 2000) [116].
- Shodou okolností došlo po víkendu 11. a 12. března 2000 k realizaci multimiliardového prodeje akcií technologicky silných firem a vůdců v oblasti informačních technologií (Cisco, IBM, Dell aj.). Tento „březnový výprodej“ spustil řetězovou reakci prodejů akcií širokého spektra dalších IT společností.
- Celá řada internetových prodejců vykazala v březnu 2000 výsledky nepříliš úspěšného předvánočního kvartálu z roku 1999, které byly často prvními veřejně publikovanými výsledky „dot-com“ firem a které poprvé jasně ukázaly, že životaschopnost většiny těchto firem bude velmi omezená.
- Při přechodu letopočtu na rok 2000 byla vyvolána masová panika nazývaná problém roku 2000 (anglicky zpravidla „Y2K problem“), která motivovala podniky a společnosti ke koupi nových, „zaručeně bezpečných“ informačních technologií. V následujících

měsících se díky tomuto předzásobení snížila poptávka po prakticky všech produktech sektoru IT [25].

3.9.3 Dopady internetové krize

Během výprodeje technologických akcií, v období padajícího indexu NASDAQ, klesla tržní hodnota akcií na trzích NASDAQ z přibližně 6,7 bilionů USD na méně než 1,6 bilionu USD. Investoři, akcionáři, majitelé firem i jejich zaměstnanci ztratili během pádu indexu více než pět bilionů amerických dolarů [58].

Jen každá druhá internetová společnost přežila rok 2004 a ty, které konec poklesu indexu NASDAQ přežily, jsou důkazem, že velký tržní podíl nebyl zárukou úspěchu, konkurenceschopnosti a životaschopnosti firmy. Mezi největšími společnostmi, které krach technologické burzy nepřežily patří např. AmericanOnline (AOL), GeoCities (koupeny společností Yahoo!), nebo Hotmail (prodán Microsoftu). Mezi těmi, které svou pozici díky krizi upevnilly a zbavily se konkurentů, nelze nejmenovat Amazon, eBay nebo Google [25].

Vypuknutí internetové krize a imploze IT bubliny také poukázaly na četné případy zpronevěry, falšování účetního výkaznictví (např. WorldCom) a klamání investorů (např. v rámci finanční skupiny CitiGroup, nebo v bance Merrill Lynch).

Podle některých behaviorálních ekonomů (např. Roberta Shillera [82] nebo Ralpa Blocka [14]) ovšem jeden z nejzásadnějších důsledků internetové bubliny spočívá v tom, že dala lidem z nejširšího spektra sociálních vrstev, věkových kategorií i příjmových skupin možnost zakusit, jaký je to pocit být investičním spekulantem. Po odeznění internetového šílenství se – podle Shillera – tito lidé obrátili na trh s nemovitostmi. Od roku 2000 do konce roku 2004 se počet domů zakoupených v USA pouze za účelem spekulativní investice údajně zvýšil až o 50 % [14] a nemovitosti se pro Američany staly přinejmenším stejnou vášní jako poker.

4. Současná světová finanční krize

Pavel Kohout v roce 2006 prohlásil, že Česká republika zažívá hospodářsky nepříznivější období od dob Karla IV. Nebylo to ovšem díky kvalitní domácí hospodářské politice. Prakticky celá globální ekonomika tehdy prožívala pravděpodobně nejúspěšnější léta v dějinách lidstva [73]. Situace se mírně změnila v roce 2007 a dramaticky zvrátila v roce následujícím. Vypukla celosvětová finanční krize, kterou někteří ekonomové označují jako „velkou hospodářskou recesi“ [106] [141].¹⁹

4.1 Hledání příčin

Kořeny současné finanční krize bezpochyby sahají do amerického bankovního sektoru, k bezohledným a neudržitelným politikám jednotlivých finančních domů zaměřeným na objem realizovaných obchodů a nových smluv bez ohledu na jejich rentabilitu a rizikovost. Část viny samozřejmě padá také na americkou vládu a *Fed*, bez jejich benevolentní liberální politiky pro tzv. stínový bankovní sektor a bez dlouhodobé expanzivní monetární politiky by k tak fantastickému boomu na finančních i komoditních trzích mohlo dojít jen stěží. Jak rostl objem poskytnutých půjček a hypoték, rostla poptávka po nemovitostech a „šněrovala“ ceny pozemků i domů do závratných výšek. Díky strmému růstu cen ropy a potravin na světových trzích (v letech 2007 a 2008) však začala být situace pro řadu firem i domácností neúnosná. Došlo k prvním ztrátám v důsledku poskytování tzv. substandardních²⁰ neboli rizikových hypoték. Objem pochybných hypotečních úvěrů postupně narůstá a již v roce 2007 se v USA otevřeně hovoří o hypoteční krizi. Spojené státy registrují hospodářský propad na agregátní úrovni již v prosinci 2007. Teprve krach banky *Lehman Brothers* dne 15. září 2008 ale rozpoutá skutečnou paniku, úvěrovou a bankovní krizi, jejímž důsledkem je zpomalení světové ekonomiky a mezinárodního obchodu [83].

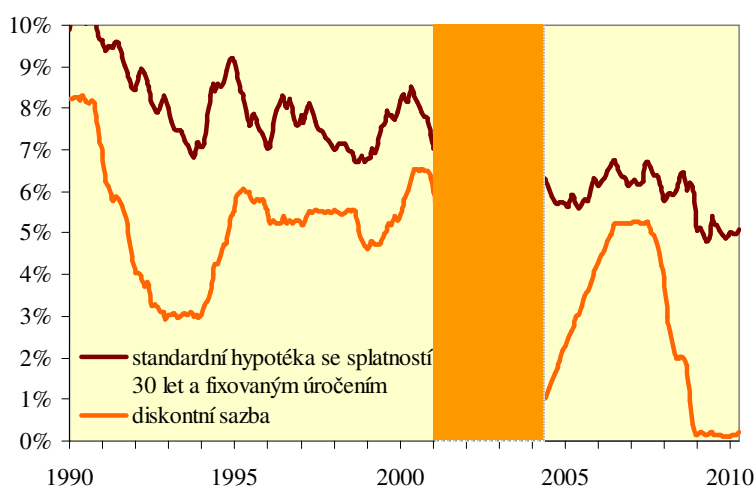
¹⁹ Pravdou ovšem je, že většina krizí, s nimiž se potýkala americká a světová ekonomika od 80. let, bývala v určité fázi nazývána velkou hospodářskou recesí (*Great Recession*) [83].

²⁰ Z anglického *sub-prime mortgage* [122]. Pojem „substandardní hypotéka“ vychází z Krugmana [77], Kohout [73] používá ve stejném kontextu spojení „riziková hypotéka“.

4.1.1 Nerovnováha před krizí

Na počátku třetího tisíciletí došlo ve světové ekonomice k dlouhodobé změně v trendu cen komodit a nerostných surovin. Po dvou dekádách nízkých cen ropy, zemědělské produkce i dalších zdrojů začínají světové komoditní cenové indexy výrazně růst. Klasickým příkladem je ropa, jejíž cena roste již od roku 2001 a která hned v lednu 2008 překonala historickou hranici 100 USD za barel, aby v červenci téhož roku dosáhla maxima na 147,30 USD (viz též Obrázek 9 na straně 35). Analogicky se vyvíjely ceny například mědi, niklu, kyseliny sírové, hydroxidu sodného, většiny zemědělských surovin, potravin apod. [83] [46]

Americká ekonomika se právě vzpamatovala ze splasknutí internetové bubliny a Federální rezervní systém jí k oživení pomohl prudkým snížením úrokových sazeb (ze 6,5 % v roce 2000 až na 1,75 % v následujícím roce; viz Obrázek 27). Nízké úrokové sazby stimulovaly spotřební i investiční výdaje a Američané se začínají intenzivněji zadlužovat. Vedle standardních hypoték s fixovaným úročením jsou nabízeny také hypotéky s pohyblivým úrokem, který je – díky příznivým základním úrokovým sazbám *Fedu* – přirozeně velmi nízký. Tím, že americký *Fed* v čele s Alanem Greenspanem držel diskontní sazbu více než rok na úrovni 1 %, dal Američanům možnost zvyknout si na nízké úrokové sazby i při nízké míře inflace a historicky nejnižší nezaměstnanosti (pod 5 %). Americké domácnosti sahají k levnějším hypotékám s pohyblivým úrokem [122].

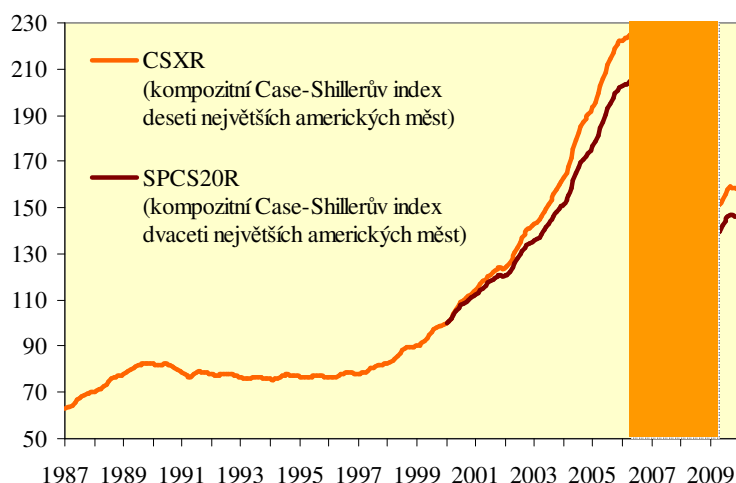


Obrázek 27: Základní úrokové sazby Federálního rezervního systému
[oficiální název diskontní sazby je *Federal Funds Effective Rate*]

Zdroj: [115] [vlastní]

Mezi roky 2001 a 2006 se poměr ceny rodinného domu a ročního příjmu typizované americké domácnosti zvýšil ze 3,1 až na 4,6. Řada domácností refinancovala první hypotéku na svém domě druhou, ceny nemovitostí totiž rostly a s nimi i záruky za hypoteční úvěry.

Obrázek 28 zachycuje vývoj cenového indexu obytných domů používaného americkou agenturou *Standard & Poor's* k analýze vývojových trendů na trhu s rezidenčními nemovitostmi. Na obrázku je zřejmý bublinový efekt nabírající na síle od konce 90. let a vrcholící v červnu roku 2006. Obrovská poptávka (zčásti spekulativního charakteru) po rodinných domech v USA vytlačila ceny do historických výšek, aby o několik měsíců později jejich čerství majitelé shledali, že hypotéka až několikanásobně převyšuje tržní hodnotu nemovitosti [122]. Takových klientů hypotečních ústavů bylo v USA na konci roku 2008 přes dvanáct milionů [77].



Obrázek 28: Cenové indexy rodinných domů v USA

Zdroj: [17] [vlastní]

Podobným vývojem ale prošly také trhy s nemovitostmi v Argentině, Austrálii, Bulharsku, Číně, ve Finsku, Francii, v Chorvatsku, Indii, Irsku, Itálii, Izraeli, Jižní Africe, Jižní Koreji, Kanadě, Norsku, na Novém Zélandu, v pobaltských státech, Polsku, Rumunsku, Rusku, Řecku, Singapuru, ve Spojených arabských emirátech, ve Španělsku, Švédsku, na Ukrajině, ve Velké Británii a v řadě dalších zemí [83].

Pavel Kohout [73] upozorňuje, že nejvýznamnější nerovnováhou v americké a potažmo světové ekonomice byla pokračující nadměrná monetární expanze prováděná jak americkým *Fedem*, tak i dalšími centrální bankami. Například Evropská centrální banka používá

ke sledování inflace harmonizovaný index spotřebitelských cen, v němž ale zcela chybí položka zohledňující náklady spojené s vlastnictvím domu nebo bytu. Raketový nárůst cen nemovitostí a domů v Americe i v Evropě se tedy v rozhodování centrálních bank neodrazil a ty v iluzi nízké inflace pumpovaly do ekonomik další a další levné peníze. Když americký *Fed* v roce 2004 (a Evropská centrální banka o rok později) přistoupily ke zvyšování základních úrokových sazeb v důsledku rychlého tempa reálného růstu jejich ekonomik, ukázalo se, že je tato politika po řadu měsíců zcela neúčinná [73] a boom ve stavebnictví pokračoval ještě několik dalších let.

4.1.2 Původ a příčiny krize

Kritickým katalyzátorem hypoteční krize v USA byla skutečnost, že se v americkém finančním sektoru významně lišila pozice investiční banky od tradiční obchodní banky. Obchodní banka je klasickým bankovním ústavem, podléhá regulaci *Fedu*, udržuje povinné minimální rezervy, přijímá vklady od svých klientů a tato depozita má ze zákona pojištěna. Naproti tomu investiční banka vklady od klientů nepřijímá, nejedná se o depozitní instituci, nýbrž o investiční společnost, riziko *runu* na investiční banku se zdá mizivé a přísná regulace je proto v tomto případě zbytečná [77].

Byly to právě investiční banky operující na prakticky neregulovaném trhu, které přišly s tzv. finančními deriváty.²¹ Jedná se o specifické cenné papíry, jejichž hodnota je odvozena například od vládních cenných papírů, úrokových měr, cen nemovitostí, objemů splátek hypoték nebo směnných kurzů měn. Tyto finanční deriváty jsou ideálním nástrojem pro sekuritizaci obchodních bank a hypotečních ústavů, neboť umožňují rozložit riziko plynoucí např. z hypotečních úvěrů do širokého spektra finančních nástrojů. Díky tomu mohou investiční banky nabídnout svým klientům úvěrové služby, jejichž parametry jsou podstatně výhodnější než u standardních obchodních bank. Jak se postupně zvětšují objemy emitovaných derivátů a jak se tyto deriváty šíří do účetnictví bank i firem po celém světě, stává se z nich podobně lákavý investiční cíl, jakým byly ještě „před pár lety“ akcie

²¹ První uvedla na trh celkem symbolicky investiční banka *Lehman Brothers* v roce 1984. Jednalo se o cenný papír s periodicky stanovovaným úrokem (*auction-rate security*) [77].

internetových firem. V celosvětovém měřítku dosáhne objem finančních derivátů v půli roku 2008 asi 530 bilionů USD [40].

Původní úkol finančních derivátů spočívající ve vyvedení a diverzifikaci rizika však nakonec vede k morálnímu hazardu, neboť umožňuje bankám poskytovat úvěry a hypotéky i takovým subjektům, u nichž je otázka bonity a návratnosti přinejmenším sporná.

Celé situaci ke krizovému finále dopomohla iniciativa prezidenta Clintona, který v roce 1995 prosadil revizi zákona o pomoci ekonomicky slabým komunitám. Americké banky byly motivovány k poskytování substandardních hypoték pro příslušníky sociálně, rasově, ekonomicky nebo jinak znevýhodněných komunit. Do roku 1998 se objem těchto hypoték zvýšil o bezmála 40 %. V roce 2005 byla státní podpora ještě umocněna. Prostřednictvím polostátních hypotečních bank *Fannie Mae* (Federální národní asociace pro hypotéky) a *Freddie Mac* (Federální společnost pro hypoteční úvěry na domy) jsou financovány hypotéky pro nejširší spektrum klientů, včetně ilegálních přistěhovalců a sociálně nejslabších skupin obyvatel [140].

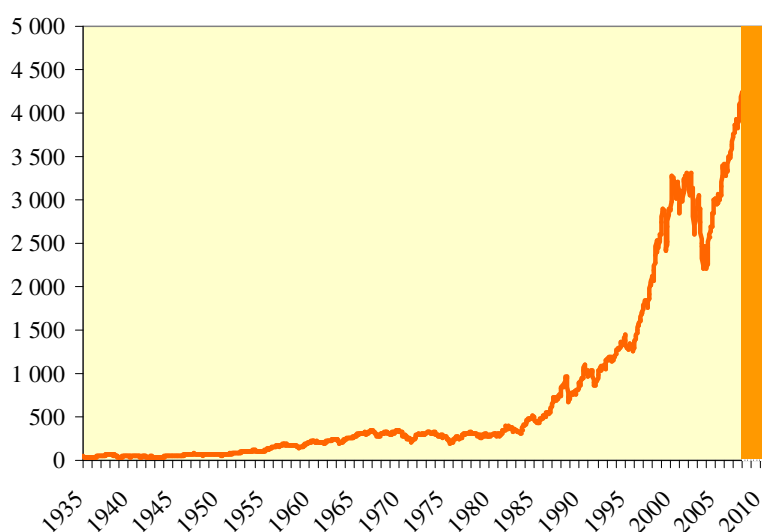
Kombinace státem prosazovaných substandardních hypotečních úvěrů, dlouhodobě rostoucích cen nemovitostí a možnosti široce diverzifikovat úvěrové riziko sekuritizací skvěle zapadala do snah finančních domů utrhnout pro sebe co největší tržní podíl. Bankovní pobočky a jejich zaměstnanci nabízely bankovní služby bez ohledu na úvěrová rizika, bez osobní zodpovědnosti za uzavřené kontrakty a s jediným cílem: maximalizovat prodej. Objem hypoték čerpaných americkými domácnostmi rostl v období 1998–2005 průměrně o bezmála 20 % za rok [50], objem úvěrů s dobou splatnosti nad pět let se ve stejném období v Evropské unii (*European Union*, EU) zvyšoval průměrným ročním tempem přesahujícím 12 % [73].

4.2 Průběh krize

Jakmile se v ekonomikách projevilo zvyšování základních úrokových měr, začaly mít někteří věřitelé potíže se splácením bobtnajících hypoték. Ceny nemovitostí ale svízelnost situace zaregistrovaly podstatně později. Teprve na jaře 2006 byl trh natolik přesycen, že došlo k zastavení růstu cen. Jenže i stagnace cen nemovitostí vyvolává negativní dopady, o to větší

potíže způsobí jejich pokles. Faktická neschopnost majitelů nemovitostí splatit hypotéku totiž nevádí, dokud ceny nemovitostí rostou. V případě potíží je pak možné buď nemovitost prodat, nebo hypotéku refinancovat. Pokud však ceny začnou klesat, snižuje se krytí obrovského objemu finančních derivátů a zájem o ně klesá s důvěrou v jejich emitenty. Panika se z hypotečních přenáší na finanční trhy a dochází k úvěrové krizi [77].

Nakonec to tedy skutečně nebyly investiční banky, kterým by hrozil *run*, ale byly to jejich finanční deriváty. Ti, kdo využívali multiplikativního efektu bankovního systému k diverzifikaci rizika a spekulacím s hypotékami, byli náhle nuceni prodávat svá aktiva se ztrátou a realizovat tak čím dál větší deficity a manka. Celý bankovní segment poskytující úvěry kryté zmíněnými cennými papíry s periodicky stanovovaným úrokem v objemu 330 miliard dolarů prakticky zmizel z trhu. Není překvapením, že globální finanční krizi odstartoval dne 15. září 2008 krach americké investiční banky *Lehman Brothers*, průkopníka v oblasti sekuritizace a finančních derivátů [73].



Obrázek 29: Dow Jonesův kompozitní index v letech 1935–2010

Zdroj: [26] [vlastní]

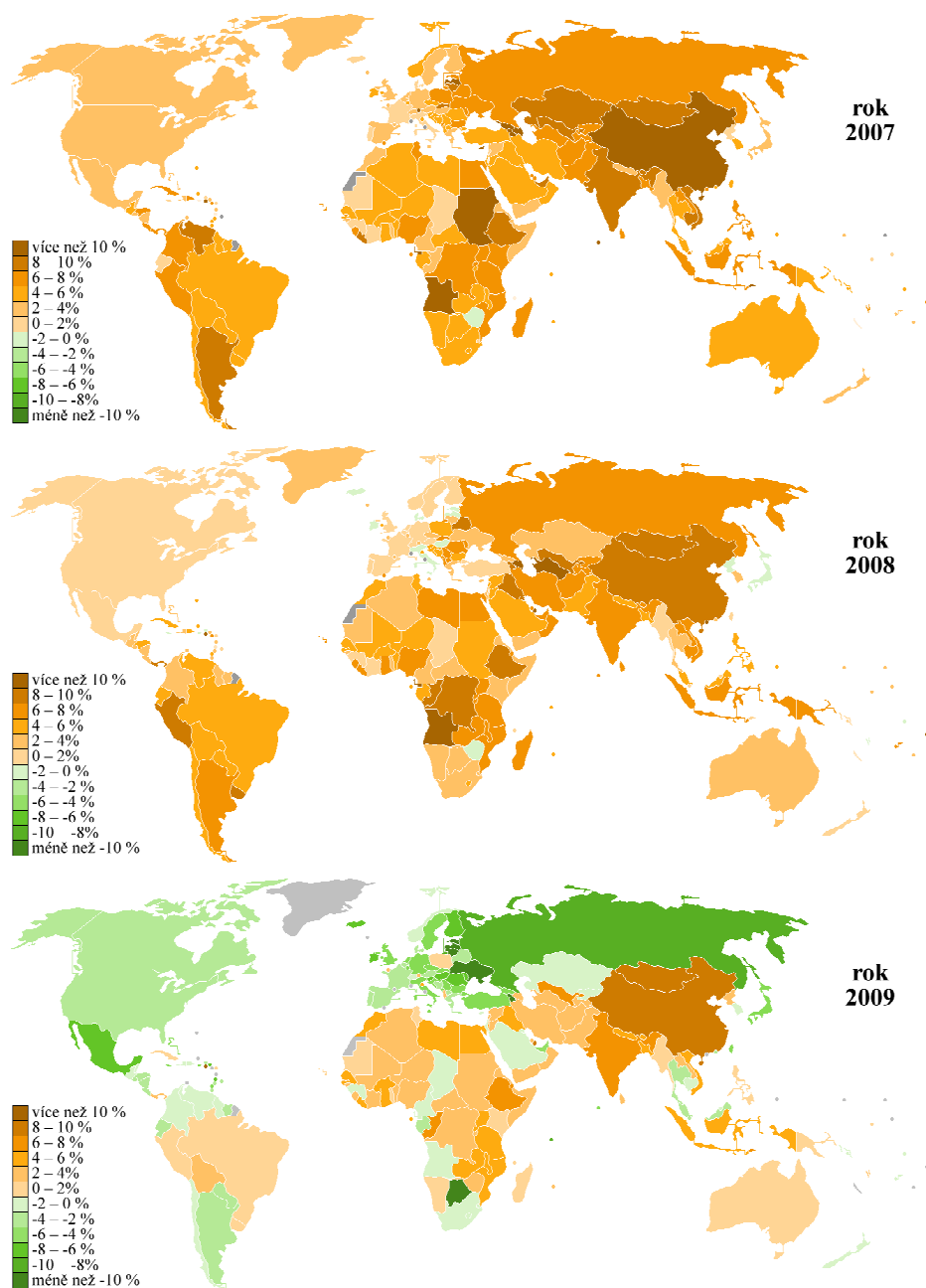
Lehman Brothers byl vlastně obětním beránkem, vždyť jiné investiční bance, *Bear Stearns*, se na jaře 2008 státní pomoci dostalo. A injekce od vlády čekala později také největší americkou pojišťovnu *American International Group*, která byla fakticky znárodněna. Americká vláda se ale v půlce září 2008 rozhodla ušetřit peníze daňových poplatníků a investiční společnost *Lehman Brothers* nechala padnout. Nalomená důvěra v americké finanční trhy se otřásla v základech. Rozkolísaná americká burza po poklesu v prvním čtvrtletí 2008 a „prázdninové

stagnaci“ kolem 4150 bodů zamířila opět dolů a do konce roku 2008 ztratila přes 1400 bodů (viz Obrázek 29) [77]. Podobně se chovaly také burzy v Evropě, Asii, v Austrálii i v Číně [26].

Na podzim 2008 se s hroživou neúprosností projevíly důsledky globalizačních tendencí prohlubujících interdependenci jednotlivých ekonomik v systému mezinárodních vztahů. Zatímco v roce 1996 představoval objem amerických aktiv v zahraničí asi 4 biliony USD (52 % amerického GDP) a amerických pasiv mimo USA přibližně 4,4 bilionu USD (57 % GDP), v roce 2007 to bylo již více než 17,6 bilionu USD aktiv (128 % GDP) a objem pasiv v zahraničí se přiblížil 20 bilionům USD (145 % GDP) [136]. Pozice USA jako globálního dlužníka se prohlubovala, zatímco objem cenných papírů držných zahraničními investory rostl. Problémy amerického finančního sektoru díky silným zahraničním vazbám ještě v roce 2008 rozvrátily bankovní systém na Islandu. Celkové ztráty globálního bankovního sektoru (tzn. investiční ztráty a odpisy pochybných pohledávek) v důsledku krize přesahují 1 bilion USD [36].

V druhé polovině roku 2008 přistoupil *Fed* (nyní v čele s Benem Bernankem) k novému snižování základních úrokových měr (viz Obrázek 27 na straně 67). Zmenšující se rozdíl mezi úroky v USA a např. v Japonsku znamenal konec tzv. *carry trade* (viz stranu 46). Japonský jen začal prudce posilovat, zatímco měny rozvíjejících se trhů v Evropě i Asii rychle oslabovaly. Domácnosti na Islandu nebo v Brazílii stejně jako bankovní domy v Rusku záhy zjistily, že hodnota jejich dluhů denominovaných v zahraničních měnách rychle narůstá [77].

Americká ekonomika připomíná cedník, čisté bohatství uniká americkým domácnostem doslova mezi prsty. Hodnota amerických rezidenčních nemovitostí v celkovém objemu klesla ze 13 na 8,8 bilionu USD, důchodové spoření se propadlo z 10,3 na 8 bilionů USD, úspory a investice domácností na kapitálových trzích se zmenšily o 1,2 bilionu USD a penzijní fondy ztratily 1,3 bilionu USD ze své hodnoty. Ztráty na celkovém čistém bohatství USA tak dosahují 8,3 bilionu USD [4].

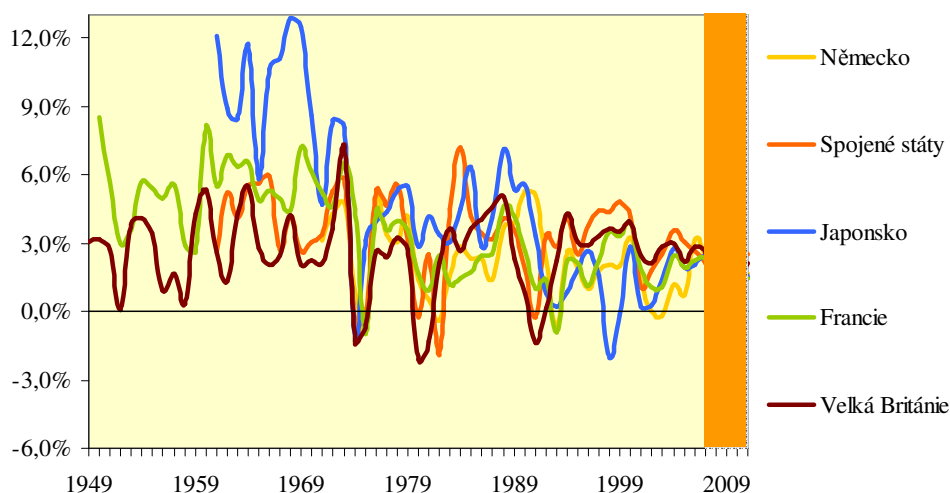


Obrázek 30: Tempa růstu reálného GDP v letech 2007, 2008 a 2009

Zdroj: [59] [vlastní]

Přitom americká ekonomika byla v předchozích letech motorem světové ekonomiky. Spotřeba amerických domácností reprezentovala v letech 2000–2007 více než třetinu globální spotřebitelské poptávky. Propad amerických spotřebních výdajů tedy nutně vedl v prvním kvartálu roku 2009 ke zpomalení světové ekonomiky (viz Obrázek 30). Meziroční tempa poklesu dosáhla v Mexiku 21,5 %, v Litvě 18 %, v Japonsku 15,2 %, v Německu 14,4 %, v eurozóně 9,8 % a ve Velké Británii 7,4 % [8]. Je realizován nejstrmější propad světového

hospodářství od 50. let 20. století (viz Obrázek 31). Agregátní poptávka se nepřetržitě snižuje po dobu pěti měsíců, pokles srovnatelný snad jen s osmiměsíční kontrakcí poptávky během ropného šoku v letech 1974–1975. Světová přeprava zboží se v polovině října 2008 smrští během jediného týdne na polovinu. Díky úvěrové krizi klesá průmyslová výroba: v Japonsku o 31 %, v Jižní Koreji o 26 %, v Rusku o 16 %, v Brazílii o 15 %, v Itálii o 14 % a v Německu o 12 % [83]. Počet nezaměstnaných se v globálu zvýší o téměř 50 milionů osob a v roce 2009 poprvé v historii překonává hranici 200 milionů o dobrých 30 milionů nezaměstnaných [92]. Prakticky jedinou evropskou zemí, která i v roce 2009 vykáže kladná tempa hospodářského růstu, je Polsko, jehož ekonomika je relativně málo zapojená do mezinárodního obchodu a kde není hypoteční bankovnictví příliš rozšířeným způsobem financování rodinného bydlení [73].



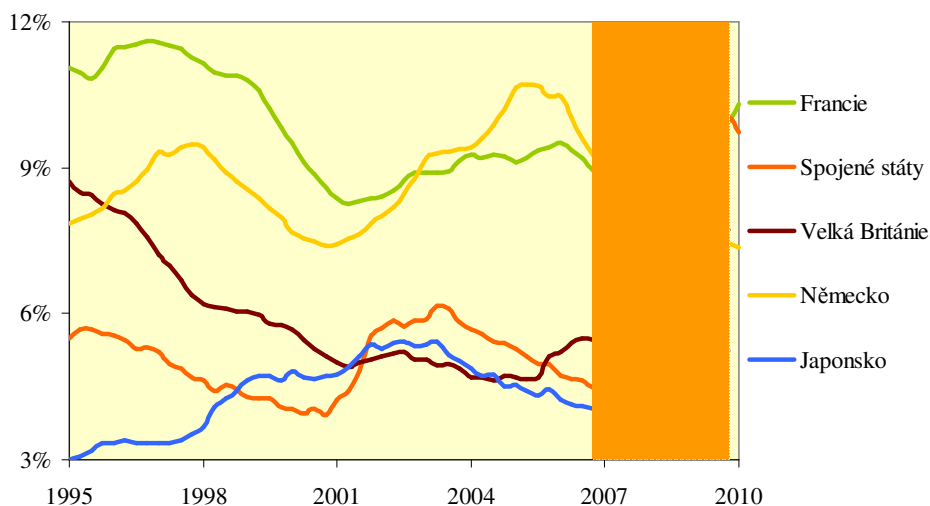
**Obrázek 31: Roční tempa růstu reálného GDP ve vybraných ekonomikách
[roky 2010 a 2011 jsou odhadem EuroStatu]**

Zdroj: [38] [vlastní]

Z ekonomické oblasti se krize brzy přelévá do roviny sociální a politické. Od počátku roku 2009 dochází k občanským nepokojům v Řecku, statisíce lidí protestují proti Sarkozyho reformám ve Francii, v Litvě dochází k rabování, v Lotyšsku ke střetům protestujících s policií, levice organizuje demonstrace v Moskvě, úsporná fiskální opatření přivedou lidi do ulic v Bulharsku, Rumunsku i Maďarsku, sociální nepokoje se probouzejí i v Číně postižené světovým poklesem poptávky po jejích vývozech a rostoucí nezaměstnaností [124].

4.3 Důsledky a protiopatření

Jak se v jednotlivých národních ekonomikách zvyšovala nezaměstnanost (viz Obrázek 32) a narůstaly sociální tlaky, přistupovaly postupně jednotlivé vlády k expanzivním fiskálním opatřením. Samotný IMF na setkání skupiny dvaceti nejvyspělejších zemí světa²² v březnu 2009 v Londýně doporučil rozpočtový stimul ve výši do 2 % GDP [56].



**Obrázek 32: Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích
[rok 2010 je odhadem OECD]**

Zdroj: [96] [vlastní]

4.3.1 Spojené státy americké

Vláda Spojených států se společně s *Fedem* rozhodla strmý pokles zaměstnanosti a obrovský propad v bohatství (a tedy v agregátní poptávce) americké ekonomiky kompenzovat bezmála 14 biliony USD, z nichž téměř polovina byla investována nebo utracena do června roku 2009. Více než jeden a čtvrt bilionu dolarů použil *Fed* k vykoupení finančních derivátů krytých hypotékami, aby snížil úrokové míry na hypotečních úvěrech, a dalších 6,4 bilionu USD ke zvýšení likvidity amerických finančních trhů [62]. Přes 700 miliard USD ze záchranného

²² G-20 (*Group of Twenty*) zahrnuje Argentinu, Austrálii, Brazílii, Čínu, Evropskou unii, Francii, Indii, Indonésii, Itálii, Japonsko, Jihoafrickou republiku, Jižní Koreu, Kanadu, Mexiko, Německo, Rusko, Saúdskou Arábii, Spojené státy, Turecko a Velkou Británii. G-20 představuje 85 % světového GDP, 80 % světového mezinárodního obchodu a dvě třetiny světové populace. Od summitu ve Washingtonu v roce 2008 nahradila G-20 skupinu osmi nejvyspělejších zemí světa (tzv. G8) [57].

balíčku prezidenta George W. Bushe a ministra financí Henryho Paulsona (tzv. TARP²³) bylo použito ke stabilizaci bankovního sektoru, dalších 787 miliard USD přidal prezident Barack Obama na oživení americké ekonomiky (tzv. ARRA²⁴) [46].

Bylo by s podivem, kdyby tak mohutná injekce do americké ekonomiky (samotný fiskální stimul dosáhl ve své předpokládané výši 10,6 % amerického GDP v roce 2008) nepřinesla kýžené výsledky. Spojené státy skutečně v posledním čtvrtletí roku 2009 vykázaly kladné tempo hospodářského růstu převyšující 1 % a jejich rekordní desetiprocentní nezaměstnanost poklesla o 0,3 % (Obrázek 32) [96].

4.3.2 Asie a Austrálie

Asijské vlády přistupují k řešení současné krize s poněkud chladnější hlavou, což však neznamena, že by na asijském a australském kontinentě nedocházelo k převratným změnám a hospodářsko-politickým opatřením. Čínská centrální banka poprvé od roku 2002 snižuje úrokové sazby. Indická centrální banka přistupuje k monetární expanzi dosahující 1,32 miliard USD, zatímco její tchajwanský protějšek po osmi letech sníží povinné minimální rezervy a na mezibankovní devizový trh přilije 3,6 miliardy USD. Japonská centrální banka přidává do oběhu 3 biliony jenů (29,3 miliardy USD) a prakticky tak vyčerpá všechny své možnosti ovlivnit hospodářskou situaci v zemi, neboť japonské základní úrokové míry jsou již na nule. Australská rezervní banka emituje do oběhu další 4,285 miliardy AUD (3,5 miliardy USD). Celkem napumpovaly centrální banky do oběhu dodatečných asi 200 miliard USD [1].

Asijské vlády ale zůstaly poměrně omezované, pokud jde o fiskální stimulaci jejich ekonomik. Podpůrné programy až na výjimky nepřesáhly 2 % GDP doporučená IMF. Například

²³ TARP je zkratkou pro *Troubled Asset Relief Program*, program podpory amerického bankovního systému injekcí v podobě výkupu nebo pojištění pochybných aktiv amerických bank. Program tvoří dva zákony: zákon o nouzové hospodářské stabilizaci (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008 – Public Law 110-343*) a zákon o ekonomickém stimulu (*Economic Stimulus Act of 2008 – Public Law 110-185*) [122].

²⁴ ARRA je zkratkou pro *American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (Public Law 111-5)*, zákon o americkém oživení a reinvesticích, který představuje komplexní stimulační balíček pro prakticky všechny sektory amerického hospodářství [5].

jihokorejský kabinet ale podpořil svou ekonomiku stimulačními opatřeními ve výši 69 bilionů wonů (52 miliard USD, tj. bezmála 6 % GDP) [136].

Čínská vláda ohlásila podpůrný balíček na dva následující roky v objemu 4 biliony jüanů (586 miliard USD, tj. 13 % GDP) již na podzim 2008, čímž podle odhadů Světové banky v následujícím roce udržela hospodářský růst nad 7 % a vnesla špetku optimismu na trhy po celém světě [85]. Z dalších asijských zemí je to především Indie a Írán, které sice registrují zpomalení hospodářského růstu (viz Obrázek 30 na straně 73), ale nikoli recesi.

Naproti tomu Japonsko je krizí těžce zkoušenou ekonomikou a premiér Taro Aso postupně prosadí dokonce tři stimulační balíčky. Japonská nezaměstnanost dosáhla v půlce roku 2009 nejvyšší hodnoty od druhé světové války (byť na evropské poměry skromných 5,7 %) [81]. Klíčovými opatřeními se proto v Zemi vycházejícího slunce staly šrotovné, investice do nových technologií (zejm. do technologií snižujících emise oxidu uhličitého) a programy na podporu zaměstnanosti. Celkový objem rozpočtových subvencí japonskému hospodářství překonal 25 bilionů jenů, tzn. 5 % GDP země [129].

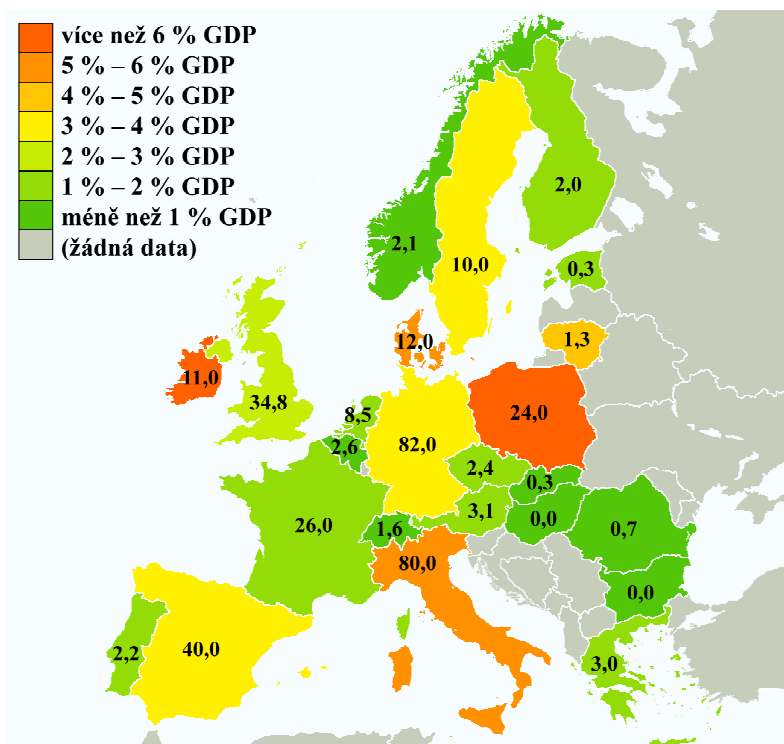
Austrálie aplikovala dva stimulační programy, první v říjnu 2008 v objemu 10,4 miliardy AUD (6,8 miliardy USD) zaměřený na korekci sociálních dopadů krize, druhý v dubnu 2009 ve výši 47 miliard AUD (27 miliard USD). Celková rozpočtová injekce pro australskou ekonomiku tak dosáhla 4,5 % GDP [65].

4.3.3 Evropa

Ani Evropa nezůstala s nouzovým dopingem pro své vlastní ekonomiky dlouho pozadu. Evropská centrální banka přidala do oběhu 70 miliard eur (99,8 miliard USD) a britská *Bank of England* dalších 20 miliard liber (36 miliard USD).

Jednotlivé evropské státy také představily své velkorysé záchranné balíčky. Nejprve Španělsko a Itálie, později také Německo, Nizozemí, Spojené království, Švédsko a další. Celkový přehled situace fiskálních stimulů v evropských ekonomikách poskytuje Obrázek 33. Evropská komise navrhuje podpůrný program s rozpočtem 200 miliard eur, ale varuje země EU, aby se svými opatřeními dbaly na stabilitu evropské integrace jako celku. Doporučený

objem fiskálních stimulů je 1,2 % GDP a pod českým předsednictvím nakonec Evropská unie jako celek odmítne Bushovu a Obamovu filozofii stimulace hospodářského růstu masivní fiskální expanzí [131].



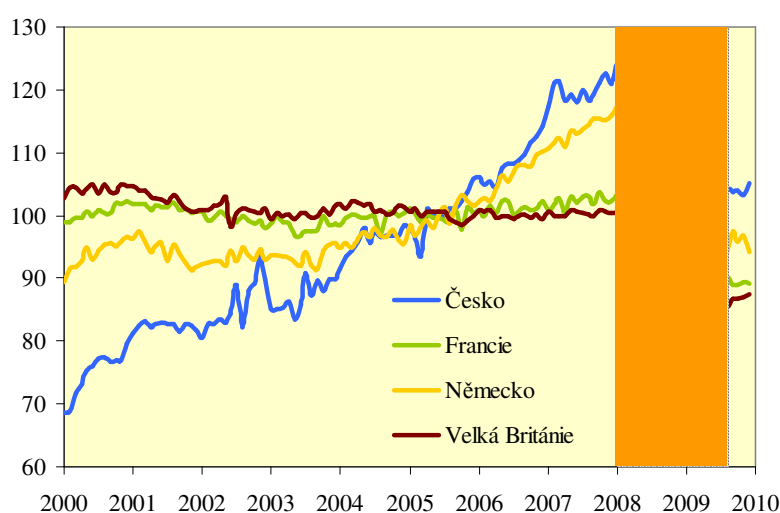
**Obrázek 33: Záchranné balíčky vybraných evropských vlád
[k GDP v roce 2008]²⁵**

Zdroj: [37] [38] [vlastní]

Země Beneluxu částečně znárodňují investiční skupinu *Fortis*, Německo zachraňuje *Hypo Real Estate Holding*, Británie prezentuje svůj soubor opatření na záchranu bankovního systému s předpokládanými náklady ve výši 500 miliard liber (850 miliard USD). Většina zemí zahajuje nejrůznější hospodářská opatření pro stimulaci ekonomického růstu a zajištění zaměstnanosti. Německo spouští program šrotovného, Slovensko a další státy se k němu záhy přidávají. Francie sází na veřejné zakázky a podporu ekonomiky vládními nákupy, Španělsko a Turecko volí cestu stimulace rozvoje malých a středních firem. Řada zemí (Španělsko, Itálie, Nizozemí, Velká Británie a další) sahá ke snižování daní a k daňovým prázdninám [37].

²⁵ Čísla u jednotlivých států vyjadřují celkovou výši vládních stimulačních balíčků v miliardách eur, barva země pak indikuje podíl této mimořádné státní subvence na celkovém GDP uvedené ekonomiky.

Z evropských zemí se zřejmě nejlépe s krizí vyrovnává Německo kancléřky Angely Merkelové. Nezaměstnanost nenabrala strmě vzestupný trend jako ve většině ostatních zemí (viz Obrázek 32 na straně 75) a již ve druhém čtvrtletí roku 2009 vykázal německý motor evropské ekonomiky zvýšení výkonu (i když jen o 0,4 %). Česká ekonomika zaznamenala kladná tempa růstu reálného produktu až od druhé poloviny roku 2009, kdy v důsledku rostoucí poptávky po českých vývozech – zejména po průmyslové produkci – začíná období váhavého oživení (viz též Obrázek 34) [96].



Obrázek 34: Index průmyslové výroby ve vybraných evropských zemích
[hodnota indexu je 100 pro rok 2005]

Zdroj: [96] [vlastní]

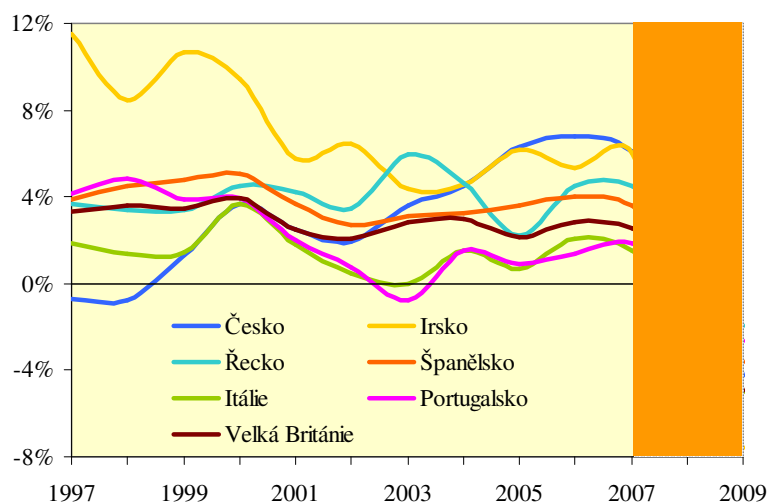
S dopady současné finanční krize se v Evropě nejhůře vyrovnávají dvě skupiny zemí:

- V první fázi krize byly nejhůře postiženy především ty ekonomiky, jejichž finanční a bankovní systémy byly nejtěsněji nebo nejintenzivněji propojeny s americkými investičními bankami a jejich finančními deriváty nebo s japonským *carry tradem*. Právě tyto úzké vazby položily všechny tři největší islandské banky a způsobily kolaps islandské ekonomiky. Podobné dopady měly také na Litvu, kde vláda ve snaze zachránit druhý největší litevský bankovní dům *Parex Bank* přivedla v roce 2009 celou ekonomiku bezmála k bankrotu.
- V druhé fázi krize se začaly do platební neschopnosti dostávat státy, resp. vlády. Ekonomiky, které měly již v předkrizovém období značně napjaté veřejné finance a

jejichž zahraniční zadluženost byla již před rokem 2008 extrémní, náhle zjistily, že jim chybí dostupné zdroje pro financování propadajících se schodků státních rozpočtů. V Evropské unii mezi tyto potenciálně postižené ekonomiky patří zejména Řecko, Portugalsko, Španělsko a Itálie (souhrnně bývají proto označovány za evropské PIGS – *Portugal, Italy, Greece, Spain*), ale někdy k nim bývají řazeny také Irsko a Velká Británie [103].

4.3.4 Evropské PIGS ve srovnání s Českou republikou

O vývoji tempa hospodářského růstu byla již řeč v předchozích odstavcích. Následující graf poukazuje především na fakt, že Irsko a Česká republika jako nejrychleji rostoucí ekonomiky posledních let utrpěly v důsledku krize nejintenzivnější propad tempa růstu reálného GDP. Relativně nejméně hlubokou recesí prochází Řecko a Portugalsko, proto možná na první pohled překvapí, že právě tyto dvě ekonomiky jsou mezi evropská PIGS zařazovány bez váhání, zatímco o Irsku a Velké Británii není v tomto smyslu ještě zcela rozhodnuto [103].

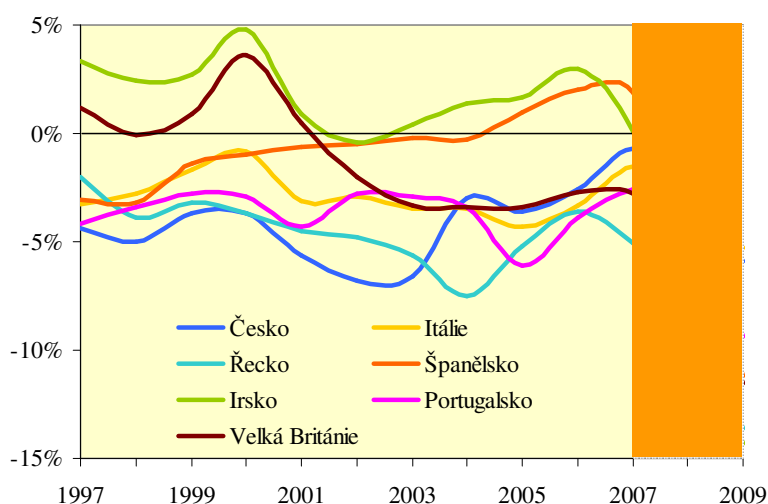


Obrázek 35: Tempa růstu reálného produktu jednotlivých zemí PIGS a ČR

Zdroj: [38] [136] [vlastní]

Pokles tempa růstu uvedených ekonomik je totiž jen průvodním znakem jejich hlubších strukturálních hospodářsko-politických problémů. Ty spočívají především v nevhodné koncepci systému veřejných financí, jež se odráží k realizaci hluboce schodkových státních rozpočtů, a to i v dobách, kdy jsou ekonomiky ve fázi růstu a kdy by rozsáhlé fiskální expanze

neměly být na pořadu dne. Z tohoto úhlu pohledu by Česká republika mohla být snadno zařazena mezi PIGS, neboť její deficity v poměru k realizovanému GDP směle konkurují schodkům italským, řeckým, portugalským i britským. Obrázek 36 tuto skutečnost ilustruje velmi plasticky. Od roku 2007 se ovšem v rozpočtových schodcích všech sedmi sledovaných ekonomik odráží dopady finanční krize, a to přirozeně nejen dopady na straně příjmů, kde klesající realizovaný produkt a zaměstnanost snižuje vybrané objemy daní, ale samozřejmě také na straně výdajové, spojené s fiskálními stimuly.



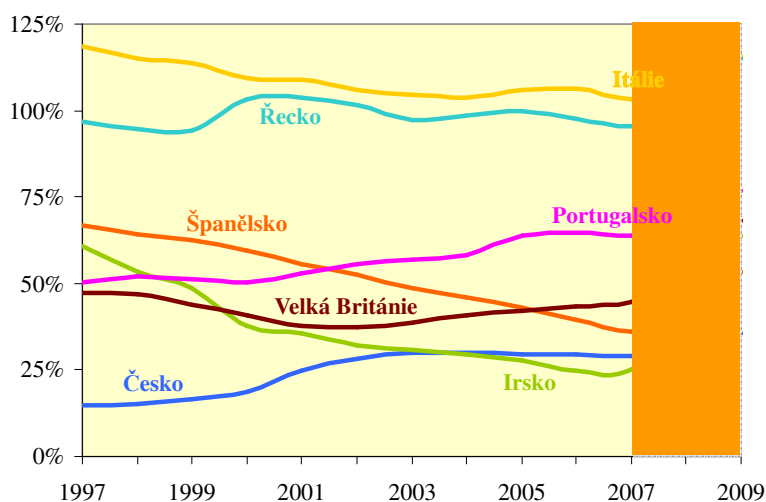
**Obrázek 36: Salda státních rozpočtů jednotlivých zemí PIGS a ČR
[jako % podíl na GDP]**

Zdroj: [38] [136] [vlastní]

Obrázek 36 naznačuje, jak intenzivně dopadá finanční a ekonomická krize na hospodaření jednotlivých států. Nelze si nevšimnout, že nejhlubší rozpočtové propady zaznamenalo Irsko a Španělsko, dále Řecko, Velká Británie a Portugalsko, zatímco italští a čeští ministři byli v roce 2009 ještě relativně disciplinovaní. Jak se situace bude vyvíjet letos a zejména v dalších letech lze zatím jen odhadovat. Z české politické reality je jasné, že na úrovni 6 % GDP se v roce 2010 deficit rozpočtu neudrží. Podle odhadů ministerstva financí se může schodek českého rozpočtu potenciálně dostat až na propastných 256 miliard korun, což při očekávaném poklesu GDP na 3 627,188 miliard Kč představuje 7,05 % [38] [71].

Zatímco česká veřejnost si otázku, z čeho bude deficit státního rozpočtu financován, zatím příliš nepřipouští, Řekové, Italové, Litevci a další již díky extrémně vysoké zadluženosti dostali od ratingových společností „políček“ v podobě horšího hodnocení (Litva je od loňska

hodnocena agenturou *Standard and Poor's* ratingem BB–, podobně bylo na konci dubna 2010 ohodnoceno také Řecko, zatímco Itálie má již od roku 2006 rating snížený z AA– na A+; v poslední době se dostalo varování před snížením ratingu také USA). Obrázek 37 ukazuje, že jak řecký, tak i italský vládní dluh dosahuje extrémních úrovní a ostatní potenciální evropská PIGS sledují uvedené dva hříšníky s odstupem přinejmenším třiceti procentních bodů svých GDP. Česká republika je z pohledu poměru vládního dluhu k GDP tradičně hodnocena jako ukázněný dlužník a ani po krizových událostech z let 2008 a 2009 se snad tempo jejího zadlužování nezrychlí tak, jak to předvádí např. Irsko nebo Španělsko [103].



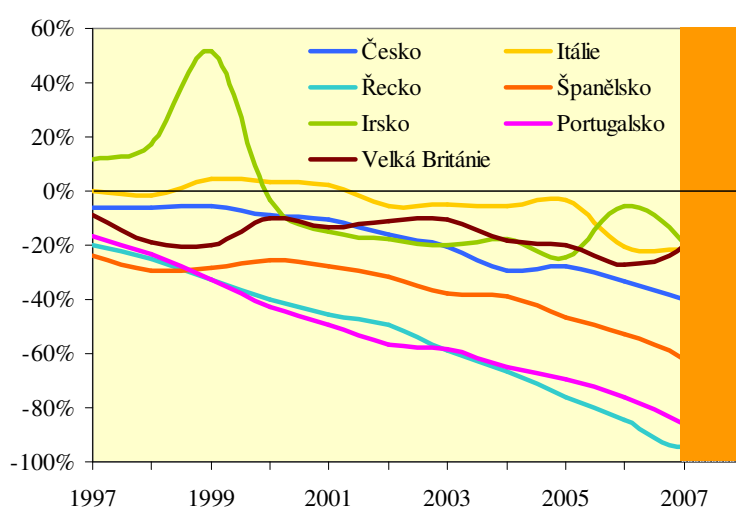
Obrázek 37: Výše vládních dluhů jednotlivých zemí PIGS a ČR [jako % podíl na GDP]

Zdroj: [38] [136] [vlastní]

Právě intenzivní tempo zadlužování jednotlivých evropských ekonomik je tedy nejspíš tím nejspolehlivějším indikátorem příslušnosti ke skupině PIGS a také snadným receptem, jak přivést celou ekonomiku do skutečně vážných potíží končících dluhovou pastí (viz stranu 19) a státním bankrotem.

Nejde ale jen o vládní dluh. Vždyť ještě v roce 2008 nedosahoval vládní dluh Islandu ani 50 % GDP, a přesto téhož roku celá islandská ekonomika zkolabovala společně s tamějším bankovním systémem. Osudnou se Zemi ohně a ledu stala obrovská celková vnější zadluženost (ta už v roce 2006 překonala 200 % GDP) a zhoršující se saldo investiční pozice vůči zahraničí (to v roce 2006 kleslo až k – 130 % islandského GDP) [123].

Při pohledu na Obrázek 38 je zřejmé, že také Irsko, Španělsko a Portugalsko vykazují nezdravě rychlý pokles hodnoty salda investiční pozice vůči zahraničí. Řecko – zdá se – tento dlouhodobý negativní trend v roce 2008 zvrátilo, ale jak se situace v této mimořádně destabilizované středomořské ekonomice vyvine dál, lze jen stěží předvídat. Záchranný balíček naordinovaný Evropskou unií a Mezinárodním měnovým fondem se mezi Řeky, zvyklými žít si nad poměry, s vřelým přijetím nesetkal. Je totiž podmíněný ostrou fiskální disciplínou, se kterou se přirozeně v době krize domácnosti smiřují jen stěží. Snížit deficit státního rozpočtu ze 13 % na 3 % GDP během tří nadcházejících let bude představovat fiskální kontrakci, k jaké v moderních evropských dějinách zatím nedošlo [45].



Obrázek 38: Saldo investiční pozice jednotlivých zemí PIGS a ČR vůči zahraničí [jako % podíl na GDP]²⁶

Zdroj: [38] [136] [vlastní]

Také NIIP České republiky vztažené k GDP vykazuje prakticky trvalý pokles, takže nakonec jediná Velká Británie dosáhla kladné hodnoty NIIP a může se pyšnit vzestupným trendem tohoto indikátoru. I v případě Spojeného království ovšem existuje nezanedbatelné nebezpečí plynoucí z obrovského objemu likvidních prostředků, které britská vláda a centrální banka uvolnily do oběhu jako stimul pro nastartování hospodářského růstu a které se bezpochyby odrazí v rostoucích schodcích veřejných financí a ve zvyšující se zadluženosti země [103].

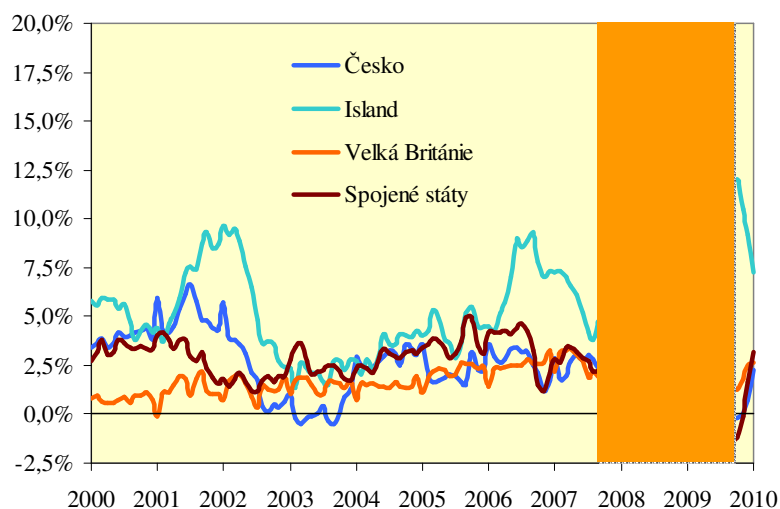
²⁶ Saldo investiční pozice vůči zahraničí (*Net International Investment Position*, NIIP) představuje rozdíl mezi zahraničními finančními pohledávkami a závazky dané země [38].

Jak se postupně komplikuje ekonomická situace jednotlivých zemí PIGS, oslabuje euro vůči dolaru, neboť zahraniční investoři opět vidí v americké ekonomice bezpečný přístav pro svůj volný kapitál. Americké vládní dluhopisy opět získávají na atraktivitě a jejich cena – která se tak dramaticky propadla v roce 2008 – znovu nabírá dech. Podle aktuálního výhledu IMF na příští dekádu ale budou muset vlády své účty razantně předělat, pokud budou chtít dosáhnout fiskální stability. Velkou Británii a Japonsko čeká snižování vládních výdajů o 13 % GDP, Irsko, Španělsko a Řecko přinejmenším o 9 % GDP a Spojené státy o 8,8 % GDP. Americké vládní dluhopisy jsou tedy v tuto chvíli pro investory asi tak bezpečným přístavem, jako byl Pearl Harbor v roce 1941. Podle předpokladů Bílého domu přesáhne dluh federální vlády hodnotu amerického GDP během dvou let a americký rozpočet nebude vyrovnaný nejspíš už nikdy [45].

5. Závěr

Přestože byl gigantický americký záchranný plán kritizován řadou ekonomů (například ke kritice Jeffreyho Mirrona [90] z Harvardu se přidalo 165 dalších ekonomů z celých USA), nakonec přistoupily *de facto* všechny vyspělé tržní ekonomiky i některé rozvojové země k resuscitaci jejich hospodářství fiskálními stimuly. Keynesiánská ekonomie slaví triumfální návrat v době, která bývá často srovnávána s velkou hospodářskou krizí. Mezi současností a érou, v níž John Maynard Keynes svůj hospodářsko-politický názor utvářel, ale existuje několik zásadních rozdílů.

- Intenzita velké hospodářské krize byla mnohem větší. GDP se propadl o třetinu a finanční trhy o 90 %, nezaměstnanost se vyšplhala na 25 % i výše. Velká hospodářská krize se „protáhla“ na dvanáct let a ukončila ji až druhá světová válka [10].
- Ve 30. letech 20. století prakticky neexistovala sociální síť, která je vestavěným stabilizátorem ekonomiky umožňujícím ukončit období ekonomického poklesu a odrazit se ode dna.
- Vláda Spojených států nepovažovala za důležité chránit a stabilizovat americký bankovní sektor a nečinně přihlížela krachům stovek a tisíců amerických finančních institucí, čímž zcela odradila domácnosti od úspor, podpořila další *runy* na banky a dovedla ekonomiku k úvěrové krizi.

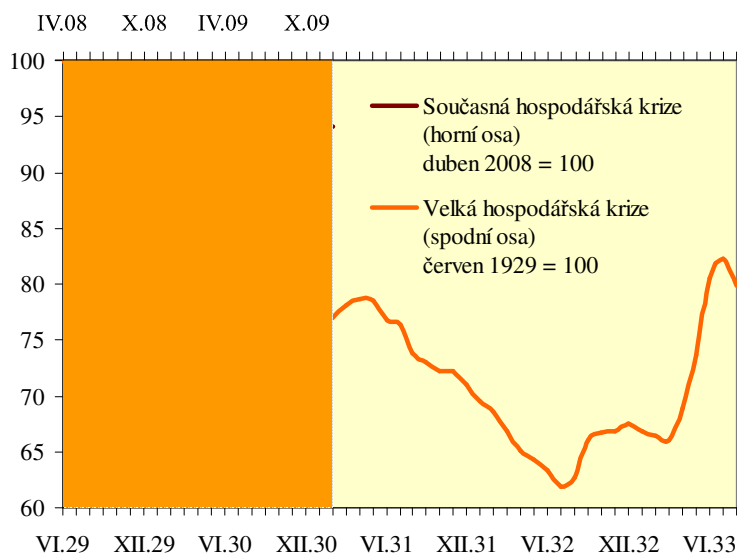


Obrázek 39: Meziroční míra inflace měřená změnou CPI

Zdroj: [96] [vlastní]

- Během velké hospodářské krize byla aplikována neúměrně přísná monetární politika drahých peněz, která vyhnala úrokové míry vzhůru a stabilizaci hospodářské situace podstatně zkomplikovala. Dnes centrální banky jednají proaktivně a v dnešních podmínkách je k tomu nabádá i deflační vývoj v některých zemích (viz Obrázek 39). Inflace je v současnosti problém snad jen na Islandu, kde se meziročně vyšplhala až ke dvaceti procentům.

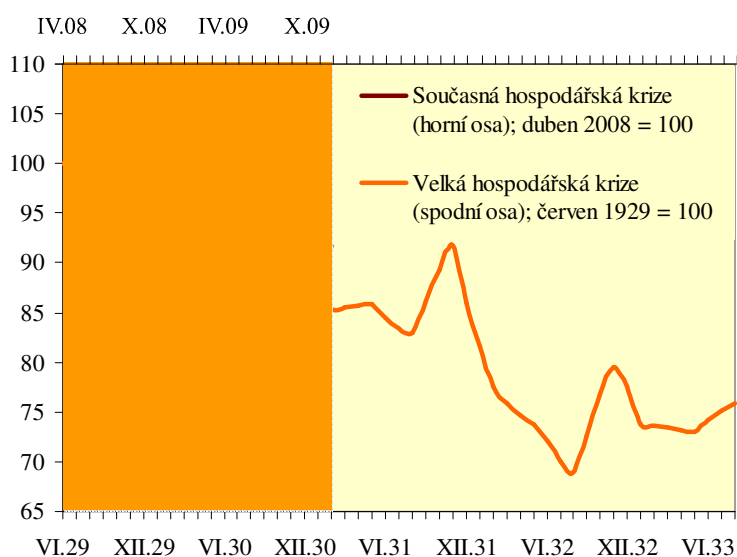
Aktuální výhledy a projekce nejsou ani zdaleka tak pesimistické a ve srovnání se záznamy ze 30. let 20. století nabízejí velmi pozitivní perspektivy. Již v předchozí kapitole bylo poukázáno na rostoucí index průmyslové výroby v Česku, Německu i Spojených státech. Obrázek 40 srovnává vývoj tohoto indikátoru v prvních dvaceti měsících po vypuknutí americké hypoteční krize (za referenční hodnotu je zvolen duben 2008) s propadem téhož ukazatele po krachu americké burzy v říjnu 1929 (za referenční je zvolena úroveň z června 1929) [33].



Obrázek 40: Porovnání vývoje indexu světové průmyslové výroby

Zdroj: [33] [vlastní]

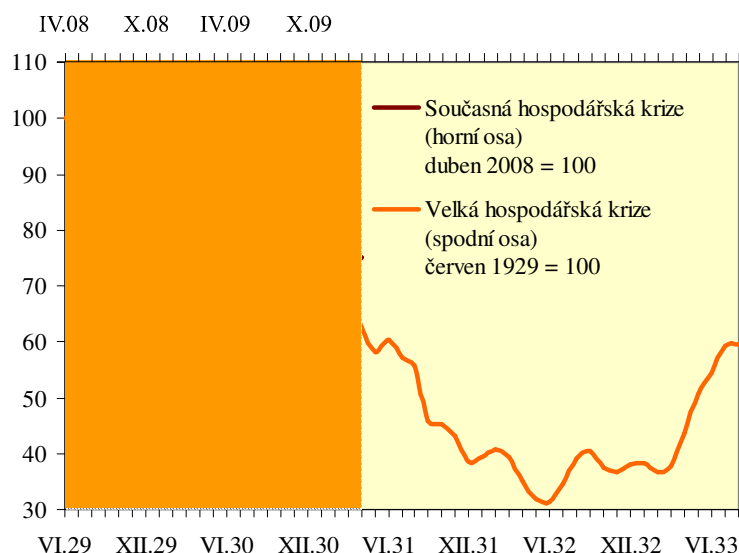
Graf již na první pohled potvrzuje slova šéfa amerického *Fedu*, Bena Bernankeho o nesrovnatelnosti ekonomických dopadů obou uvedených krizí. Dosavadní vývoj skutečně dává důvody k optimismu. V polovině roku 2009 se globální průmyslová výroba odrazila ode dna a posledních deset měsíců zaznamenává růst. Podobně se ostatně vyvíjí také mezinárodní obchod (viz Obrázek 41). Zůstává sice stále asi 8 % pod svým vrcholem z jara 2008, ale zdá se, že varovné signály naznačující proces deglobalizace světového hospodářství jsou již minulostí [33].



Obrázek 41: Porovnání vývoje indexu světového obchodu

Zdroj: [33] [vlastní]

Poslední graf ilustruje vývoj trhů s finančními aktivy. Jejich poslední zaznamenaná hodnota z února 2010 je stále o dobrých 25 % pod úrovní vrcholu a Obrázek 42 dobře naznačuje, jak rychlý byl propad finančních trhů ve srovnání s přelomem 20. a 30. let 20. století.



Obrázek 42: Porovnání vývoje indexu světových trhů s finančními aktivy

Zdroj: [33] [vlastní]

Z předchozích kapitol, z vývoje Dow Jonesova kompozitního indexu, indexu Nikkei 225, technologického indexu NASDAQ nebo ze změn indexů cen rodinných domů v USA je ale naprosto jasné, že předpovídat vývoj na finančních trzích je pouhým věštěním z křišťálové koule.

Ostatně obskurní metody používané při ekonomickém modelování jsou nejspíš důvodem, proč byla většina laické i odborné veřejnosti propuknutím současné finanční krize tak překvapena. Přitom existuje poměrně početná skupina ekonomů,²⁷ kteří krizový scénář předpovídali a dokonce před ním v dostatečném předstihu varovali.

Současná finanční a hospodářská krize tedy podle dosavadních projevů s největší pravděpodobností nedosáhne rozměrů ani dopadů srovnatelných s velkou hospodářskou depresí 30. let. Scénář krizového vývoje ovšem ještě není uzavřen. Pokud se naplní například

²⁷ Např. Dean Baker, Wynne Godley, Fred Harrison, Michael Hudson, Eric Janszen, Steve Keen, Jakob Brøchner Madsen & Jens Kjaer Sørensen, Kurt Richebächer, Nouriel Roubini, Peter Schiff, nebo již zmíněný Robert Schiller.

vize Nialla Fergusona [45] o šíření řecké infekce přes Britské ostrovy na americký kontinent, je možné, že budeme svědky dalšího dějství, v němž se ponurá globální činohra změní v tragédii a protagonisté jeden za druhým, nejdřív Island a Litva, pak snad Řecko, Španělsko, Itálie, Velká Británie a nakonec samotné Spojené státy, skončí v dluhové pasti.

Ekonom Tomáš Sedláček by místo fiskálních stimulů rád viděl, jak racionálně uvažující domácnosti dávají přednost úsporným opatřením před dalším zadlužováním jejich ekonomik [112]. Jak absurdně zní tento názor tváří v tvář každodennímu zpravodajství o sociálních bouřích v Řecku. Přitom nejlepší obrana před krizovým vývojem je až naivně jednoduchá:

„Hospodářská politika sledující cíl ekonomického blahobytu se nutně stává procyklickou a nasbírání tak dluhy za dob hubených i bohatých. Krize se stávají mnohem horšími, než by musely být, kdybychom na svých bedrech toto břímě dluhu neustále nenosili. Dluhy je třeba splatit, a to dříve, než nás zasáhne krize další a nalezne nás nepoučené a rozmazlené.“²⁸

²⁸ SEDLÁČEK, T. *Ekonomie dobra a zla – Po stopách lidského tázání od Gilgameše po finanční krizi*. 1. vydání. Praha: 65. pole, 2009. ISBN 80-9039-443-8. str. 255.

Seznam použité literatury

- [1] ADAM, S., HOSODA, N. *Japan, Australia Inject \$33 Billion to Soothe Markets*. [online] New York, NY: Bloomberg, 2008.
Dostupné z: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601085&sid=aYHYb1Zr1yJ0>>
- [2] ADAMCOVÁ, L., HOLUB, A. *Rozvojová ekonomika: Vybrané problémy I*. Praha: VŠE, 1999. ISBN 80-245-0002-7.
- [3] AKAMATSU, K. Flying Geese Paradigm. *Journal of Developing Economies*, vol. 1 (1962), no. 1 (March-August), pp. 3–25. ISSN 0304-3878.
- [4] ALTMAN, R. C. The Great Crash, 2008. [online] *Foreign Affairs*, vol. 88, no. 1 (January/February 2009). ISSN 0015-7120. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.foreignaffairs.com/articles/63714/roger-c-altman/the-great-crash-2008>>
- [5] *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 29/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/American_Recovery_and_Reinvestment_Act_of_2009>
- [6] *Argentine Economic Crisis, 1999–2002*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Argentine_economic_crisis_\(1999-2002\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Argentine_economic_crisis_(1999-2002))>
- [7] *Asian Financial Crisis of 1997*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1997_Asian_Financial_Crisis>
- [8] BAILY, M. N., ELLIOTT, D. J. *The U.S. Financial and Economic Crisis: Where Does It Stand and Where Do We Go from Here?* [online] Washington, D. C.: Brookings Institution, 2009. [cit. 12/4/2010]
Dostupné z: <http://www.brookings.edu/papers/2009/0615_economic_crisis_baily_elliott.aspx>
- [9] *Bank Run*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Banking_crisis>

- [10] BERNANKE, B. *Crisis 'No Comparison' to Great Depression*. [online] Pittsburgh, PA: BreitBart, 2009. [cit. 20/1/2010]
Dostupné z: <<http://www.breitbart.com/article.php?id=081201213246.v50zx9ik>>
- [11] BERNANKE, B. *Essays on the Great Depression*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2004. ISBN 0-69111-820-5.
- [12] BERNANKE, B. *Money, Gold, and the Great Depression*. [online] Lexington, VA: Washington and Lee University, 2004. [cit. 20/1/2010]
Dostupné z: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022>>
- [13] BEZEMER, D. J. *No One Saw This Coming – Understanding Financial Crisis Through Accounting Models*. [online] Groningen: Groningen University, 2009. [cit. 30/4/2010]
Dostupné z: <<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/15892/>>
- [14] BLOCK, R. *Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts*. New York, NY: Bloomberg Press, 2006. ISBN 1-57660-193-5.
- [15] BUŘÍNSKÁ, B. Pohled do historie: jak začala velká hospodářská krize v roce 1929. [online] *iDnes.cz / finance* [cit. 23/10/2008]
Dostupné z: <http://finance.idnes.cz/pohled-do-historie-jak-zacala-velka-hospodarska-krize-v-roce-1929-p7g-/bank.asp?c=A081022_135219_bank_bab>
- [16] *Carry Trade*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Carry_trade#Currency>
- [17] *Case-Shiller Home Price Indices*. [online] New York, NY: Standard & Poor's, 2010. [cit. 26/4/2010]
Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/spf/docs/case-shiller/CSHomePrice_History.xls>
- [18] *Causes of the Great Depression*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Causes_of_the_Great_Depression>
- [19] COLE, H. L., OHAIAN, L. E. New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis. *Journal of Political Economy*, vol. 112 (2004), no. 4, pp. 779–816. ISSN 0022-3808.

- [20] *Crisis*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <<http://en.wikipedia.org/wiki/Crisis>>
- [21] *Currency Crisis*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Currency_crisis>
- [22] *Danish State Bankruptcy of 1813*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Danish_state_bankruptcy_of_1813>
- [23] DAVIS, E. P. Comparing Bear Markets – 1973 and 2000. *National Institute Economic Review*, vol. 183 (2003), no. 1 (January), pp. 78–89. ISSN 0027-9501.
- [24] DEMIRGÜÇ-KUNT, A., DETRAGIACHE, E. Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*, vol. 49 (2002), pp. 1373–1406. ISSN 0304-3932.
- [25] *Dot-com Bubble*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 20/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble>
- [26] *Dow Jones Composite Average*. [online] Princeton, NJ: CME Group Index Services – Dow Jones Indexes, 2010. [cit. 20/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.djaverages.com/?view=composite&page=reports&show=performance&symbol=DJC>>
- [27] DVOŘÁK, P. Monetární teorie cyklu, dluhový problém a finanční krize. *Politická ekonomie*, roč. 55 (2007), č. 2, s. 5–6. ISSN 0032-3233.
- [28] *Economic Bubble*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_bubble>
- [29] *Economic Collapse*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_collapse>
- [30] *Economic Crisis in Mexico of 1994*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1994_economic_crisis_in_Mexico>

- [31] *Economic Crisis in Mexico, 1994*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1994_economic_crisis_in_Mexico>
- [32] *Economy of Russia*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 20/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Russia>
- [33] EICHENGREEN, B., O'ROURKE, K. H. *What Do the New Data Tell Us?* [online] London: VoxEU, 2010. [cit. 25/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>>
- [34] *Energy Crisis of 1970s*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1970s_Energy_Crisis>
- [35] *Energy Crisis of 1979*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1979_Energy_Crisis>
- [36] *European Bank Writedowns, Credit Losses*. [online] London: Thomson Reuters, 2010. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.reuters.com/article/idCNL554155620091105>>
- [37] *Europe's Fiscal Stimulus Plans*. [online] London: Thomson Reuters, 2010. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.reuters.com/article/idUSLH44404720090317>>
- [38] *EuroStat Statistics*. [online] Brussels: European Commission, 2010. [cit. 3/5/2010]
Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics>>
- [39] *Exchange Rate to Pay Obligations Entered into in U.S. Dollars Payable in the Mexican Republic*. [online] Mexico City: Banco de México, 2010 [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.banxico.org.mx/sitioingles/indicadores/fix.html>>
- [40] FAIOLA, A., NAKASHIMA, E., DREW, J. What Went Wrong. [online] *Washington Post*, vol. 2008, no. 15/10/2008. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/14/AR2008101403343.html>>

- [41] FÁREK, J. Ekonomika Japonska: strukturálními reformami k překonání stagnace. *Mezinárodní politika*, roč. 30 (2006), č. 3, s. 8–11. ISSN 0543-7962.
- [42] FÁREK, J. Problém zahraniční zadluženosti ve světové ekonomice. *Mezinárodní politika*, roč. 28 (2004), č. 11, s. 4–8. ISSN 0543-7962.
- [43] FÁREK, J., FOLTÝN, J. Finanční aspekty čtyř regionálních krizí 90. let. *Politická ekonomie*. Praha: 2001, roč. 49, č. 3, s. 383 - 396. ISSN 0032-3233.
- [44] FEENBERG, D. *NBER Macrohistory Database*. [online] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2008. [cit. 13/10/2009]
Dostupné z: <<http://www.nber.org/databases/macrophistory/contents/index.html>>
- [45] FERGUSON, N. A Greek Crisis Is Coming to America. [online] *Financial Times*, vol. 2010, no. 10/2/2010. [cit. 20/3/2010]
Dostupné z: <<http://www.ft.com/cms/s/0/f90bca10-1679-11df-bf44-00144feab49a.html>>
- [46] *Financial crisis of 2007–2010*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_crisis_of_2007-2010>
- [47] *Financial Crisis*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_crisis>
- [48] *Finanční a ekonomické pojmy důležité pro investování*. [online] Praha: NextFinance, 2010. [cit. 19/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.nextfinance.cz/slovník.php>>
- [49] FISHER, I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, vol. 1 (1933), no. 4, pp. 337 – 357. ISSN 1468-0262.
- [50] *Flow of Funds Accounts of the United States*. [online] Washington, D. C.: Federal Reserve System, 2010. [cit. 25/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>>
- [51] *Flying Geese Paradigm*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 18/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Flying_Geese_Paradigm>

- [52] *Foreign Currency Market*. [online] Moscow: Central Bank of Russian Federation, 2010. [cit. 20/4/2010]
Dostupné z: <http://www.cbr.ru/eng/currency_base/dynamics.aspx>
- [53] *Foreign Loans Diverted in Monster Money Laundering? The Mafia, Oligarchs, and Russia's Torment*. [online] Washington, D.C.: World Bank, 1999. [cit. 19/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.worldbank.org/html/prddr/trans/julaug99/pgs11-13.htm>>
- [54] FRIEDMAN, M., SCHWARTZ, A. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1971. ISBN 0-69100-354-8.
- [55] FRUM, D. *How We Got Here: The '70s*. New York: Basic Books, 2000. ISBN 0-46504-195-7.
- [56] *G-20 Global Economic Policies and Prospects*. [online] London: International Monetary Fund, 2009. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/031909a.pdf>>
- [57] *G-20 Major Economies*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/G-20_major_economies>
- [58] GAITHER, C., CHMIELEWSKI, D. C. Fears of Dot-Com Crash, Version 2.0 [online] *Los Angeles Times*, vol. 2006, no. July 16. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://articles.latimes.com/2006/jul/16/business/fi-overheat16>>
- [59] *GDP Real Growth Rate 2007 CIA Factbook*. [online] San Francisco, CA: Wikimedia.org, 2010 [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <http://commons.wikimedia.org/wiki/File:Gdp_real_growth_rate_2007_CIA_Factbook.PNG>
- [60] GILL, R. *Asia Under Siege: How the Asian Miracle Went Wrong*. Singapore: Epic Management Services, 1998. ISBN 9-81040-144-2.
- [61] GOLDGAR, A. *Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age*. Chicago: University of Chicago Press, 2007. ISBN 978-0-226-30125-9.

- [62] GOLDMAN, D. *CNNMoney.com's Bailout Tracker*. [online] Atlanta, GA: CNN, 2009. [cit. 29/4/2010]
Dostupné z: <<http://money.cnn.com/news/storysupplement/economy/bailouttracker/>>
- [63] *Google Insights – Statistika vyhledávání*. [online] Mountain View, CA: Google.com, 2010. [cit. 4/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.google.com/insights/search/#q=krize&cmpt=q>>
- [64] *Great Depression*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression>
- [65] GRUBEL, J. *Australia Unveils \$7.3 Billion Economic Stimulus Plan*. [online] London: Thomson Reuters, 2010. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.reuters.com/article/idUSTRE49D18020081014>>
- [66] HERSHEY, R. D. Worrying Anew Over Oil Imports. [online] *New York Times*, vol. 1989, no. 30/12/1989. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.nytimes.com/1989/12/30/business/worrying-anew-over-oil-imports.html?scp=1&sq=&pagewanted=all>>
- [67] *Historical Consumer Price Index*. [online] Richmond, VA: InflationData.com, 2010. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <http://inflationdata.com/inflation/Consumer_Price_Index/Historical_CPI.aspx>
- [68] *Historical Statistics*. [online] Groningen: Groningen Growth and Development Centre, 2007. [cit. 23/3/2010]
Dostupné z: <http://www.ggdc.net/maddison/Historical_Statistics/horizontal-file_03-2007.xls>
- [69] HOLUB, J., LYER, S. *Stručný etymologický slovník jazyka českého*. Praha: SPN, 1978. ISBN 80-04-23715-0.
- [70] CHIODO, A. J., OWYANG, M. T. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. [online] *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 2002, no. Nov., pp. 7–18. ISSN 0014-9187. [cit. 19/4/2010]
Dostupné z: <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/02/11/ChiodoOwyang.pdf>>

- [71] Janota: *Bez změn zákonů bude schodek rozpočtu 2010 asi 256 mld. Kč.* [online] Praha: ČTK, 2009. [cit. 5/12/2009]
Dostupné z: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/230779-janota-bez-zmen-zakonu-bude-schodek-rozpocet-2010-asi-256-mld-kc/>>
- [72] KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money.* Amherst, NY: Prometheus Books, 1997. ISBN 1-57392-139-4.
- [73] KOHOUT, P. *Finance po krizi – důsledky hospodářské recese a co bude dál.* 1. vydání. Praha: Grada, 2009. ISBN 80-247-3199-5.
- [74] KRAFT, J., BEDNÁŘOVÁ, P. a KOCOUREK, A. *Ekonomie I.* 4. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2009. ISBN 978-80-7372-527-3.
- [75] KRAFT, J., FÁREK, J. *Světová ekonomika a ekonomická integrace v období globalizace.* 2. vydání. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2008. ISBN 978-80-7372-413-9.
- [76] KRUGMAN, P. A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 1979, no. 11, pp. 311-25. ISSN 0022-2879.
- [77] KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize.* 1. vydání. Praha: Vyšehrad, 2009. ISBN 80-7021-984-3.
- [78] KRUGMAN, P. What Caused East Asia's Financial Crisis? *FRBSF Economic Letter*, 98-24, 1998. ISSN 0890-927X.
- [79] KRUGMAN, P. Who Was Milton Friedman? [online] *The New York Review of Books*, vol. 54, no. 2. ISSN 0028-7504. [cit. 15/3/2010]
Dostupné z: <<http://www.nybooks.com/articles/19857>>
- [80] KRUGMAN, P. Why Did Asia Crash? [online] *The Economist*, vol. 1998, no. 10th January, ISSN 0023-0613. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <http://marshallinside.usc.edu/joiner/544/articles_pdf/ec980110.txt.pdf>
- [81] LAH, K. *Japan Jobless Rate Hits Record High.* [online] Atlanta, GA: CNN, 2009. [cit. 29/4/2010]
Dostupné z: <http://money.cnn.com/2009/08/28/news/international/japan_jobless/>

- [82] LAING, J. R. *The Bubble's New Home*. [online] New York, NY: Barron's, 2005. [cit. 21/4/2010]
Dostupné z: <<http://online.barrons.com/article/SB111905372884363176.html>>
- [83] *Late-2000s Recession*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Late-2000s_recession>
- [84] *Latin-American Debt Crisis*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Latin_American_debt_crisis>
- [85] LEE, D. China's Stimulus Plan Sets High Bar. [online] *Los Angeles Times*, vol. 2008, no. 10/11/2008. [cit. 3/5/2010]
Dostupné z: <<http://articles.latimes.com/2008/nov/10/business/fi-china10>>
- [86] LEI, V., NOUSSAIR, C. N., PLOTT, C. R. Nonspeculative Bubbles in Experimental Asset Markets: Lack of Common Knowledge of Rationality Vs. Actual Irrationality. *Econometrica*, vol. (2001), no. 69, pp. 831. ISSN 1468-0262.
- [87] LEVINE, S. S., ZAJAC, E. J. The Institutional Nature of Price Bubbles. [online] *SSRN Working Papers*. Rochester, NY: Social Science Electronic Publishing, 2007. [cit. 12/3/2010] Dostupné z: <<http://ssrn.com/abstract=960178>>
- [88] LIETAER, B. *Budoucnost peněz*. Košice: Paradigma.sk, 2005. ISBN 80-968603-3-X.
- [89] *Long Depression*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Long_Depression>
- [90] MIRRON, J. *Commentary: Bankruptcy, Not Bailout, Is the Right Answer*. [online] Atlanta, GA: CNN, 2009. [cit. 29/4/2010]
Dostupné z: <<http://edition.cnn.com/2008/POLITICS/09/29/miron.bailout/>>
- [91] *Mississippi Company*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 22/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Mississippi_Company>
- [92] MORTISHED, C. Global Unemployment Heads Towards 50 Million. [online] *The Times*, vol. 2009, no. 29/1/2009. [cit. 5/5/2010]

- Dostupné z: <http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article5607656.ece>
- [93] *NASDAQ Composite – Historical Prices*. [online] Sunnyvale, CA: Yahoo! Inc., 2010. [cit. 28/4/2010]
Dostupné z: <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIXIC>>
- [94] *Nixon Shock*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Nixon_Shock>
- [95] OBSTFELD, M. Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises. *American Economic Review*, vol. 76 (1986), no. 1, pp. 72-81. ISSN 0002-8282.
- [96] *OECD.StatExtracts*. [online] Paris: OECD, 2010. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://stats.oecd.org/index.aspx>>
- [97] *Oil Crisis of 1973*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1973_oil_crisis>
- [98] *Oil Prices 1861–2007*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/File:Oil_Prices_1861_2007.svg>
- [99] *OPEC Brief History*. [online] Geneva: OPEC, 2010. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <http://www.opec.org/opec_web/en/about_us/24.htm>
- [100] OZAWA, T. *Institutions, Industrial Upgrading, and Economic Performance in Japan – The 'Flying-Geese Paradigm' of Catch-up Growth*. Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2005. ISBN 1-84376-959-X.
- [101] PASTOR, R. A. *Latin American Debt Crisis: Adjusting to the Past or Planning for the Future?* Boulder, CO: Lynne Rienner Publishers, 1987. ISBN 1-55587-053-8.
- [102] Petrodollar Problem. [online] *Money Matters: An IMF Exhibit – The Importance of Global Cooperation*. Washington: International Monetary Fund, 2006. [cit. 1/4/2010]
Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_rs_03.htm>
- [103] *PIGS*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 4/5/2010]
Dostupné z: <[http://en.wikipedia.org/wiki/PIGS_\(economics\)](http://en.wikipedia.org/wiki/PIGS_(economics))>

- [104] Public Debt. [online] *CIA World Factbook*. [cit. 5/5/2010] ISSN 1553-8133.
Dostupné z: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2186.html>>
- [105] *Railway Mania*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 22/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Railway_Mania>
- [106] RAMPELL, C. 'Great Recession': A Brief Etymology. [online] *The New York Times*, vol. 2009, no. 11/3/2009. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://economix.blogs.nytimes.com/2009/03/11/great-recession-a-brief-etymology/>>
- [107] ROGOFF, K. S. Směřujeme k dluhové krizi? *Ekonom*, roč. 2009, č. 37, s. 40.
ISSN 1210-0714.
- [108] ROOSEVELT, F. D. *On the Bank Crisis*. [online] Hyde Park, NY: Franklin D. Roosevelt Presidential Library and Museum, 1933. [cit. 12/3/2010]
Dostupné z: <<http://docs.fdrlibrary.marist.edu/031233.html>>
- [109] ROTHBARD, M. N. *A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II*. [online] Auburn, AL: Ludwig Mises Institute, 2002. ISBN 0-94546-633-1. [cit. 21/3/2010]
Dostupné z: <<http://mises.org/Books/historyofmoney.pdf>>
- [110] *Russian Financial Crisis of 1998*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 20/4/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/1998_Russian_financial_crisis>
- [111] *Scramble for Africa*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 1/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Scramble_for_Africa>
- [112] SEDLÁČEK, T. *Další biftek už je moc*. [online] Praha: Vikend.iHned.cz, 2009. [cit. 13/12/2009]
Dostupné z: <http://vikend.ihned.cz/c4-10000070-32049260-v00000_d-tomas-sedlacek-dalsi-biftek-uz-je-moc>
- [113] SEDLÁČEK, T. *Ekonomie dobra a zla – Po stopách lidského tázání od Gilgameše po finanční krizi*. 1. vydání. Praha: 65. pole, 2009. ISBN 80-9039-443-8.

- [114] SEEGER, M. W., SELLNOW, T. L. a ULMER, R. R. Communication, organization, and crisis. *Communication Yearbook*, vol. 1998, no. 21, pp. 231-275. ISSN 0147-4642.
- [115] *Selected Interest Rates – Historical Data*. [online] Washington, D. C.: Federal Reserve System, 2010. [cit. 2/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>>
- [116] *Selected Interest Rates*. [online] Washington, D. C.: Federal Reserve System, 2010. [cit. 20/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H.15>>
- [117] SCHNYDER, M. *Die Hypothese finanzieller Instabilität von Hyman P. Minsky*. [Disertační práce]. Freiburg: Universität Freiburg in der Schweiz, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät, 2002. [online] [cit. 12/12/2009]
Dostupné z: <<http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=SchnyderM.pdf>>
- [118] SMITH, V. L., SUCHANEK, G. L., WILLIAMS, A. W. Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets. *Econometrica*, vol. (1988), no. 56, pp. 1119–1151. ISSN 1468-0262.
- [119] *Soup Kitchens*. [online] Brooklyn, NY: Social Security Online History Pages, 2010. [cit. 14/4/2010] Dostupné z: <<http://www.ssa.gov/history/acoffee.html>>
- [120] *South Sea Company*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 22/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/The_South_Sea_Company>
- [121] *Stock Market / Nikkei Stock Average*. [online] Tokyo: Bank of Japan, 2010 [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <http://www.boj.or.jp/en/type/stat/dlong/fin_stat/rate/hstock.csv>
- [122] *Subprime Mortgage Crisis*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 13/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis>
- [123] SVAVARSSON, D., SIGURDSSON, P. Ö. Iceland's International Investment Position and Balance on Income. [online] *Monetary Bulletin*, vol. 2007, no. 2. ISSN 1607-6680.
Dostupné z: <<http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5248>>

- [124] TRAYNOR, I. Governments across Europe Tremble as Angry People Take to the Streets. [online] *Guardian*, vol. 2009, no. 31/1/2009. [cit. 5/5/2010]
Dostupné z: <<http://www.guardian.co.uk/business/2009/jan/31/global-recession-europe-protests>>
- [125] TRUMBORE, B. *William Duer and the Crash of 1792*. [online] Edison, NJ: Buy and Hound.com, 2000. [cit. 26/1/2010]
Dostupné z: <<http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2000/8699.html>>
- [126] *Tulip Mania*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 21/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Tulip_mania>
- [127] VENETTE, S. J. *Risk Communication in a High Reliability Organization: APHIS PPQ's Inclusion of Risk in Decision Making*. Long Beach, MS: University of Southern Mississippi, 2003. ISBN 0-496-42374-6.
- [128] VODIČKA, M. *Den, kdy došly prachy: Jak „velká krize“ ve 30. letech změnila životy lidí a na co se máme připravit my*. 1. vydání. Praha: Práh, 2009. ISBN 80-7252-260-6. s. 12–14.
- [129] VOIGT, K., WAKATSUKI, Y. *Japan Unveils \$150 Billion Stimulus Plan*. [online] Atlanta, GA: CNN, 2009. [cit. 29/4/2010]
Dostupné z: <http://money.cnn.com/2009/04/10/news/international/japan_stimulus/>
- [130] *Wall Street Crash of 1929*. [online] San Francisco, CA: Wikipedia.org, 2010 [cit. 12/3/2010]
Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Wall_Street_Crash_of_1929>
- [131] WATERFIELD, B. EU Presidency: US and UK Economic Recovery Plans Are 'a Way to Hell' [online] *Telegraph*, vol. 2009, no. 25/3/2009. [cit. 29/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/5048291/EU-presidency-US-and-UK-economic-recovery-plans-are-a-way-to-hell.html>>
- [132] *What Keeps Bankers Awake at Night?* [online] London: The Economist, 2007 [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.financialexpress.com/news/what-keeps-bankers-awake-at-night/98478/>>

- [133] WILLIAMS, J. L. *Oil Price History and Analysis*. [online] London, AK: WITRG Economics, 2010. [cit. 11/4/2010]
Dostupné z: <<http://www.wtrg.com/prices.htm>>
- [134] *Wisdom from the Past*. [online] Sunshune Coast, Queensland, Australia: MildColonial Boy.WordPress.com, 2008. [cit. 22/12/2009]
Dostupné z: <http://mildcolonialboy.files.wordpress.com/2008/10/800px-the_way_to_grow_poor_the_way_to_grow_rich_-_currier__ives_1875.jpg>
- [135] *World Crude Oil Prices*. [online] Washington, D. C.: U. S. Energy Information Administration, 2010. [cit. 16/4/2010]
Dostupné z: <http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_wco_k_w.htm>
- [136] *World DataBank*. [online] Washington, D. C.: World Bank, Development Data Group, 2010. [cit. 19/4/2010]
Dostupné z: <<http://databank.worldbank.org/ddp/home.do>>
- [137] *World Development Indicators 2006*. Washington, D. C.: World Bank, Development Data Group, 2006. ISBN 0-8213-64707-0.
- [138] YERGIN, D., STANISLAV, J. *The Commanding Heights : The Battle for the World Economy*. Free Press, 2002. ISBN 0-68483-569-X.
- [139] ZELENÝ, M. *Co je v nepořádku s americkou ekonomikou? Nic*. [online] Praha: Aktualne.cz, 2008. [cit. 13/11/2009]
Dostupné z: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=3404>>
- [140] ZELENÝ, M. *Geneze krize*. [online] Praha: Aktualne.cz, 2009 [cit. 18/12/2009]
Dostupné z: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=5788>>
- [141] ZUCKERMAN, M. The Great Recession Continues. [online] *Wall Street Journal*, vol. 2010, no. 21/1/2010. [cit. 15/4/2010]
Dostupné z: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703837004575013592466508822.html>>